

أثر متغيرات الاقتصاد الكلي على عوائد أسهم الشركات الصناعية  
الأردنية خلال الفترة (١٩٩٠-٢٠٠٥)

إعداد  
محمد إبراهيم محمد المغربي  
٠٤٢٠٥٠٣٠٠١

إشراف  
الدكتور هيل عجمي الجنابي

٢٠٠٧م



جامعة آل البيت

كلية الدراسات العليا والبحث العلمي  
كلية إدارة المال والأعمال  
قسم التمويل والمصارف

أثر متغيرات الاقتصاد الكلي على عوائد أسهم الشركات الصناعية  
الأردنية خلال الفترة (١٩٩٠-٢٠٠٥)

The Effect of Macroeconomic variables on the Stock  
Returns of Jordanian Industrial Companies During the  
Period (1990-2005)

إعداد

محمد إبراهيم محمد المغربي  
٠٤٢٠٥٠٣٠٠١

إشراف

الدكتور هيل عجمي الجنابي

التوقيع

أعضاء لجنة المناقشة

..... الأستاذ الدكتور هيل الجنابي (مشرفا ورئيسا)  
..... الدكتور عدنان أبو الهيجاء (عضوا)  
..... الأستاذ الدكتور مروان السمان (عضوا)  
..... الدكتور خالد الزعبي (عضوا)

قدمت هذه الدراسة إستكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في التمويل والمصارف  
من كلية إدارة المال والأعمال في جامعة آل البيت

م.

نوقشت وأوصي بإجازتها بتاريخ

## الإهداء

إلى من أفنى عمره من أجلي إلى من أمضي وصورته لا تفارقني وصدى  
كلماته العطرة يلازمي إلى من يئن القلم لذكره ويكي ، قبل أن تفيض  
مدامعي إلى من غرس الأمل في دربي ..... إلى والدي العزيز

إلى من يعجز القلم عن التعبير عنها إلى نهر الحنان إلى من أدفن آلامي  
وأحزاني بعينها إلى من أضاءت ظلمات دربي بدعواتها إلى من وضعت  
الجنة تحت أقدامها إلى أعز وأغلى إنسان في الوجود ..... إلى أمي

### الحبيبة

إلى الذين تقاسمت معهم حلو الحياة ومرها أشقائي ( أيمن ، أمين ،  
معتصم ، عثمان ، غماري ) ..... وشقيقتي ..... إلى روح أجدادي  
الطاهرة (محمود ، محمد) ..... إلى جميع الأقارب ..... وإلى جميع  
الأصدقاء والأحباء ..... إلى جميع الزملاء في جامعة آل البيت  
أهدي عملي المتواضع هذا ....

## الشكر والتقدير

أتوجه بداية بالشكر إلى الله العليّ القدير الذي أعانني على إنهاء هذه الدراسة،  
وأشكر الله على نعمه وفضله إنه سميعٌ مجيبٌ .

كما أتوجه بالشكر والتقدير والمحبة إلى أستاذي الدكتور هيل الجنابي  
المشرف على هذه الدراسة لما قدمه لي من مساعده كبيرة بعلمه وجهده وتوجيهاته  
المتواصلة في إخراج الدراسة بأبهى صورها .

كما أتوجه بالشكر الجزيل إلى الأساتذة الكرام أعضاء لجنة المناقشة،  
الدكتور عدنان أبو الهيجاء، والأستاذ الدكتور مروان السمان، والدكتور  
خالد الزعبي، لما بذلوه من جهد في قراءة واثراء الدراسة بعلمهم وملاحظاتهم .

الباحث

محمد المغربي

٢٠٠٧

## قائمة المحتويات

الصفحة	الموضوع
٣	الإهداء
٤	الشكر والتقدير
٥	قائمة المحتويات
٦	قائمة الجداول
٨	قائمة الملاحق
٩	ملخص الدراسة باللغة العربية
١١	<b>الفصل الأول : الإطار التمهيدي</b>
١٢	المقدمة
١٢	أهمية الدراسة
١٣	أهداف الدراسة
١٣	مشكلة الدراسة
١٣	فرضيات الدراسة
١٤	مجتمع الدراسة وعينتها
١٤	مصادر البيانات وفترة الدراسة
١٥	منهجية الدراسة
١٦	نموذج الدراسة
١٧	النموذج القياسي
١٧	التعريفات الإجرائية
١٨	الدراسات السابقة
٢٥	محددات الدراسة
٢٥	ميزات الدراسة
٢٦	<b>الفصل الثاني : الأسواق المالية والمتغيرات الاقتصادية الكلية</b>
٢٧	المقدمة
٢٨	<b>المبحث الأول : الأسواق المالية</b>
٢٨	أولاً : الظروف المؤثرة على السوق المالي
٣٠	ثانياً : عوامل نجاح الأسواق المالية
٣٢	<b>المبحث الثاني : المتغيرات الاقتصادية الكلية والسوق المالي</b>
٣٢	النتائج المحلي الإجمالي
٣٣	معدل سعر الفائدة
٣٣	العرض النقدي
٣٤	معدل التضخم
٣٦	<b>الفصل الثالث : بورصة عمان</b>
٣٧	المقدمة
٣٨	<b>المبحث الأول : نشأة البورصة وعضويتها وأهدافها</b>
٤٣	<b>المبحث الثاني : هيكل وإطار السوق المالية الأردنية</b>
٤٩	<b>الفصل الرابع : واقع الشركات الصناعية في بورصة عمان ومقاييس عوائد الأسهم</b>

٥٠	المقدمة
٥٢	المبحث الأول : واقع الشركات الصناعية في بورصة عمان
٥٢	أولاً : نشأة قطاع الصناعة وأهميته
٥٤	ثانياً : التحديات التي يواجهها قطاع الصناعة
٥٥	ثالثاً : تطور الشركات الصناعية الأردنية (عينة الدراسة)
٦٣	المبحث الثاني : مقاييس عوائد الأسهم
٦٦	الفصل الخامس : التحليل القياسي لأثر متغيرات الاقتصاد الكلي على عوائد أسهم الشركات الصناعية الأردنية خلال الفترة (١٩٩٠-٢٠٠٥)
٦٧	المقدمة
٦٨	المبحث الأول : نتائج التحليل القياسي لأثر متغيرات الاقتصاد الكلي على عوائد أسهم الشركات الصناعية الأردنية خلال الفترة (١٩٩٠-٢٠٠٥)
٧٢	المبحث الثاني : النتائج والتوصيات
٧٢	أولاً : النتائج
٧٣	ثانياً : التوصيات
٧٥	ملخص الدراسة باللغة الانجليزية
٧٧	قائمة المراجع
٨٤	قائمة الملاحق

## قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	الرقم
٥١	هيكل الموجودات للشركات الصناعية الأردنية للفترة (٢٠٠٥-١٩٩٠)	(١)
٥٦	هيكل المطلوبات وحقوق المساهمين للشركات الصناعية الأردنية للفترة (٢٠٠٥-١٩٩٠)	(٢)
٦٣	النتائج الإحصائية للعلاقة بين المتغيرات المستقلة (INF,NR,MS,GDP) وبين عوائد أسهم الشركات الصناعية المدرجة أسهمها في بورصة عمان للأوراق المالية للفترة (١٩٩٠-٢٠٠٥)	(٣)
٦٥	نتائج الاختبارات لعلاقة المتغيرات الاقتصادية (INF,NR,MS,GDP) بعوائد أسهم الشركات الصناعية الأردنية للفترة (٢٠٠٥-١٩٩٠)	(٤)

## قائمة الملاحق

الصفحة	عنوان الملحق	الرقم
٧٩	عينة الدراسة	(١)
٨٠	المتغيرات الاقتصادية خلال الفترة (٢٠٠٥-١٩٩٠)	(٢)
٨١	البيانات المستخدمة في التقدير (البيانات الاقتصادية)	(٣)
٨٢	القيمة السوقية (سعر الإغلاق) لأسهم الشركات الصناعية الأردنية للفترة (٢٠٠٥-١٩٩٠)	(٤)
٨٣	عوائد أسهم الشركات الصناعية الأردنية للفترة (٢٠٠٥-١٩٩٠)	(٥)



## الملخص باللغة العربية

أثر متغيرات الاقتصاد الكلي على عوائد أسهم الشركات الصناعية الأردنية خلال

الفترة (١٩٩٠ - ٢٠٠٥)

إعداد الطالب

محمد إبراهيم محمد المغربي

إشراف

الدكتور هيل عجمي الجنابي

تهدف هذه الدراسة إلى معرفة أثر متغيرات الاقتصاد الكلي (كعوامل مستقلة) على عوائد أسهم الشركات الصناعية المدرجة أسهمها في بورصة عمان للأوراق المالية (كعامل تابع) خلال الفترة الممتدة من عام ١٩٩٠ ولغاية عام ٢٠٠٥ ، حيث شملت عينة الدراسة ٢٧ شركة صناعية توفرت عنها المعلومات والشروط اللازمة لإجراء الدراسة تنتمي إلى كافة قطاعات السوق الصناعي الأردني ، أما الشركات المستثناة من الدراسة ١٩ شركة تم استثناءها بسبب عدم توفر البيانات اللازمة عنها ، وتأسيسها بعد عام ١٩٩٠ .

وقد اعتمدت الدراسة في مصادرها على البيانات الصادرة عن بورصة عمان للأوراق المالية (دليل الشركات المساهمة العامة الأردنية ، التقارير السنوية ) ، بالإضافة إلى النشرات الإحصائية الشهرية الصادرة عن البنك المركزي الأردني ، ودائرة الإحصاءات العامة وشبكة الإنترنت خلال فترة الدراسة .

وإستخدم الباحث الأساليب الإحصائية لتحليل النتائج ، من خلال أسلوب الانحدار المتعدد ، ومقياس ديربن - واتسون لفحص الارتباط الذاتي ، ومعامل التحديد ، واختبارات مستوى المعنوية (T) و (F) ، بالإضافة إلى التحليلات الوصفية ، وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين عوائد أسهم الشركات الصناعية في بورصة عمان للأوراق المالية كمتغير تابع وبين المتغيرات المستقلة التالية : معدل التضخم في الأردن ومعدل سعر الفائدة ومعدل العرض النقدي ومعدل الناتج المحلي الإجمالي .

وخرجت الدراسة بعدة توصيات كان أهمها :-

أولاً : ضرورة قيام الحكومة والبنك المركزي الأردني باتباع سياسات نقدية ومالية مستقرة لتخفيض معدلات التضخم لأن ذلك يؤدي إلى زيادة الإقبال على شراء الأسهم وزيادة معدلات العوائد عليها .

**ثانياً :** ضرورة قيام المستثمرين بأخذ الناتج المحلي الإجمالي بعين الاعتبار كأحد العوامل الاقتصادية الذي له تأثير كبير على السوق المالي ، حيث زيادته تؤدي إلى زيادة الطلب على الاستثمار الذي سيتم تمويل جزء كبير منه عن طريق السوق المالي (أسهم) ، مما يؤدي بدوره إلى ارتفاع في أسعار الأسهم وبالتالي زيادة عوائد أسهم الشركات الصناعية .

**ثالثاً :** ينبغي على البنك المركزي الأردني والبنوك التجارية إتباع سياسة متوازنة في أسعار الفائدة بهدف تحقيق الاستقرار في الطلب على أسعار الأسهم وعوائدها.

# الفصل الأول

## الإطار التمهيدي

## المقدمة :

تؤدي الأسواق المالية دوراً هاماً ووظيفة اقتصادية رئيسية إذ تعمل على توفير المصادر المالية اللازمة لتمويل الشركات ، فعندما يتم إصدار أسهم أو سندات جديدة فإن المكتتب بهذه الأسهم والسندات يعد أحد مصادر التمويل للسوق ، والتداول بالأوراق المالية يؤدي إلى دخول مستثمرين جدد إلى السوق وخروج بعض المستثمرين وكثيراً ما يتجه الخارجون من السوق إلى الاستثمار في مشاريع أخرى ، مما يؤدي إلى تنشيط الاقتصاد وتوفير التمويل اللازم لكافة القطاعات .

وتعمل الأسواق المالية على تنمية مدخرات الأفراد وتوجيهها ، فهي تمثل حلقة الاتصال بين القطاعات المختلفة في المجتمع من خلال حشد المدخرات وتحويلها إلى استثمارات تسهم في التنمية الاقتصادية للدول ، وبما أن هدف المدخر من الاستثمار هو تحقيق الربح فإن أي مدخر سيبحث عن الشركة الناجحة التي تحقق له هذا الهدف ، وبالتالي هذا سيؤدي إلى دعم الشركات الناجحة وتوفير التمويل اللازم بالتكلفة الأقل ليزيد دورها في دعم الاقتصاد الوطني ، وبما أن الأردن بدأ بتنفيذ برامج الإصلاح الاقتصادي التي من أهمها خصخصة المؤسسات العامة ، فإن الأسواق المالية تمثل أفضل وسيلة لتوفير الأموال اللازمة لخصخصة هذه المؤسسات من خلال بيعها على شكل أسهم تطرح للاكتتاب العام في السوق المالي .

ونظراً لأهمية الأسواق المالية فقد أوصت خطط التنمية الاقتصادية بإنشاء سوق عمان المالي ، وقام البنك المركزي الأردني بإعداد دراسات حول إنشاء هذا السوق ومدى الحاجة إليه وذلك بالتعاون مع مؤسسة التمويل الدولية التابعة للبنك الدولي ، وبناءً على ذلك فقد تم تأسيس سوق عمان المالي في عام ١٩٧٦ كمؤسسة عامة لها شخصيتها الاعتبارية ، واستقلالها المالي والإداري وفقاً للقانون المؤقت رقم ( ٣١ ) لسنة ١٩٧٦ ، وبأشهر السوق أعماله مع بداية عام ١٩٧٨ .

تشير بعض الدراسات أن عوائد أسهم عرضة للتغير ويتساءل الكثيرون عن أسباب هذه التغيرات ، فتشير بعض الدراسات التي أجريت على دول مختلفة أن أسباب التذبذب ناتجة عن المتغيرات الاقتصادية الكلية حيث الاقتصاد في تلك الدول يؤثر على أسواقها المالية . فهدفت هذه الدراسة لتحليل وقياس أثر متغيرات الاقتصاد الكلي على عوائد أسهم الشركات الصناعية الأردنية في بورصة عمان .

## أهمية الدراسة :

تكتسب هذه الدراسة أهمية كبيرة لتناولها أثر المتغيرات الاقتصادية على عوائد أسهم الشركات الصناعية المدرجة أسهمها في بورصة عمان ، والدور الذي تلعبه بورصة عمان بالنسبة للاقتصاد الأردني وخاصة في مجال تنمية وتجميع المدخرات وجذب الاستثمارات وتوجيه هذه المدخرات

لخدمة الاقتصاد الأردني كونه يعتبر أحد مصادر التمويل اللازمة للتنمية الاقتصادية ، ولأهمية هذا السوق وما يضطلع به من الوظائف ، ومن هنا تتبع أهمية قياس أثر المتغيرات الاقتصادية على عوائد أسهم الشركات الصناعية الأردنية .

### هدف الدراسة :

تهدف الدراسة إلى قياس أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية ( أسعار الفائدة ، معدل التضخم في الأردن ، عرض النقد ، معدل النمو في الناتج المحلي الإجمالي ) على عوائد أسهم الشركات الصناعية في بورصة عمان خلال فترة الدراسة ( ١٩٩٠ - ٢٠٠٥ ) .

### مشكلة الدراسة :

أكدت الدراسات التي أجريت في الأردن إلى ضعف العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية وعوائد الأسهم ، لكن بعد المستجدات التي شهدتها الاقتصاد الأردني أصبحت بورصة عمان تلعب دوراً بارزاً وأساسياً في الاقتصاد الأردني باعتباره أداة لتجميع المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمارات وتوفير السيولة اللازمة وجلب الاستثمارات الأجنبية ، وبالتالي سينعكس هذا على عوائد أسهم الشركات الصناعية الأردنية ومن هنا سيتم صياغة مشكلة الدراسة من خلال الأسئلة التالية :

- ١- هل يوجد علاقة بين معدل التضخم في الأردن وعوائد أسهم الشركات الصناعية في بورصة عمان ؟
- ٢- هل يوجد علاقة بين معدل أسعار الفائدة وعوائد أسهم الشركات الصناعية في بورصة عمان ؟
- ٣- هل يوجد علاقة بين معدل النمو في عرض النقد وعوائد أسهم الشركات الصناعية في بورصة عمان ؟
- ٤- هل يوجد علاقة بين معدل النمو في الناتج المحلي الإجمالي وعوائد أسهم الشركات الصناعية في بورصة عمان ؟

### فرضيات الدراسة :

#### الفرضية الأولى :

هناك علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين معدل التضخم في الأردن وعوائد أسهم الشركات الصناعية في بورصة عمان .

#### الفرضية الثانية :

هناك علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين معدل أسعار الفائدة وعوائد أسهم الشركات الصناعية في بورصة عمان .

### الفرضية الثالثة :

هناك علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين معدل النمو في عرض النقد و عوائد أسهم الشركات الصناعية في بورصة عمان .

### الفرضية الرابعة :

هناك علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين معدل النمو في الناتج المحلي الإجمالي و عوائد أسهم الشركات الصناعية في بورصة عمان .

### مجتمع الدراسة وعينتها :

يتكون مجتمع الدراسة من الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية المدرجة أسهمها في بورصة عمان للأوراق المالية للفترة الممتدة من عام ١٩٩٠ ولغاية عام ٢٠٠٥ ، وقد بلغ عدد هذه الشركات ٤٦ شركة صناعية .

أما عينة الدراسة فقد تم اختيارها من خلال دليل الشركات المساهمة العامة الأردنية ، ومن التقارير السنوية ، والذي تصدرهما بورصة عمان للأوراق المالية ، حيث بلغ عدد الشركات (٢٧) شركة التي توافرت عنها المعلومات والشروط اللازمة وهي توفر بيانات وقوائم مالية للشركات الصناعية ، ووجود أسعار إغلاق سنوية ولم تتعرض أي من الشركات للدمج خلال فترة الدراسة (١٩٩٠-٢٠٠٥) ، وقد شكلت العينة ما نسبته ٥٨,٧٠% من مجتمع الدراسة ، أما الشركات المستثناة من الدراسة ١٩ شركة تم استثناؤها بسبب عدم توفر البيانات اللازمة عنها ، وبسبب تأسيسها بعد عام ١٩٩٠ .

### مصادر البيانات وفترة الدراسة :

سيعتمد الباحث على البيانات النظرية من الكتب والمراجع والدوريات والتي بحثت في موضوع الدراسة بالإضافة إلى الاعتماد على البيانات الكمية الصادرة عن بورصة عمان والبنك المركزي الأردني ، بالإضافة إلى الاعتماد على بعض البيانات الكمية الموجودة في الدوريات والبيانات الموجودة على شبكة الإنترنت ، وتغطي الدراسة الفترة الممتدة من عام ١٩٩٠ ولغاية عام ٢٠٠٥ .

## منهجية الدراسة :

وصولاً لأهداف الدراسة سيتم اعتماد أسلوبين من البحث العلمي وهما :

### أولاً : الأسلوب النظري والوصفي التحليلي

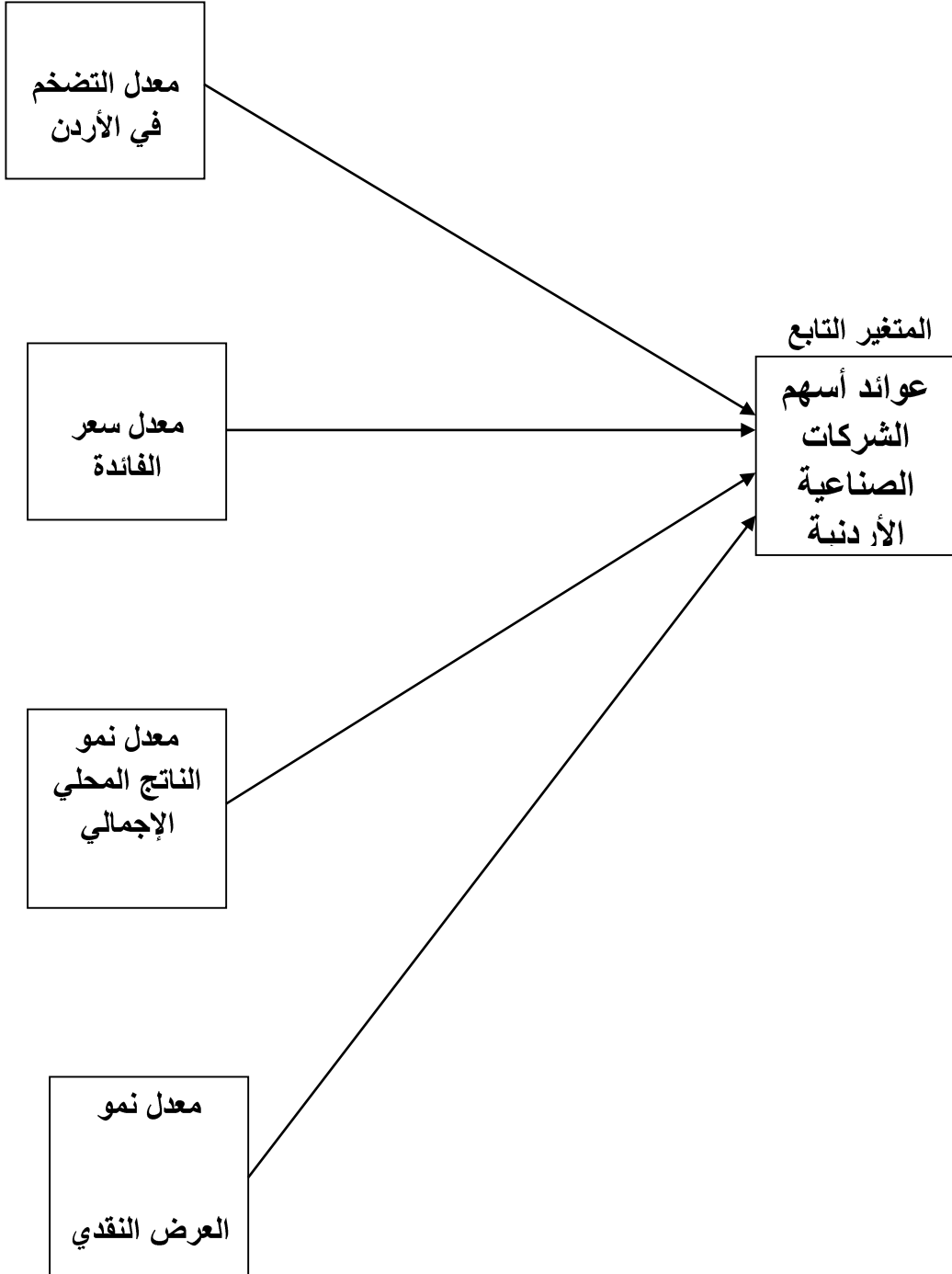
وهو الأسلوب الذي يستند إلى تحليل وتوصيف الإطار النظري ، كمقدمة لتحليل نتائج الدراسة وهو سيتم في فصول الدراسة .

### ثانياً : أسلوب التحليل القياسي

وهو أسلوب يعتمد على تقدير النموذج القياسي لدراسة العلاقة بين متغيرات الاقتصاد الكلي وبين عوائد أسهم الشركات الصناعية المدرجة أسهمها في بورصة عمان للأوراق المالية ، معتمدين على بعض ما جاء في النظريات الاقتصادية ، وعلى أساليب القياس حيث تم استخدام برنامج E-views المتمثل بتحليل معادلة الانحدار ، واستخدام المؤشرات الإحصائية كمعامل التحديد ، واختبارات مستوى المعنوية ، واختبار ديرين- واتسون ، والتأكد من قوة تفسير المتغيرات المستقلة للمتغير التابع ، وهو ما سيتم في الفصل الخامس .

\* نموذج الدراسة :

المتغيرات المستقلة





## النموذج القياسي :

$$RI = f (INF, NR, MS, GDP)$$

$$R_i = \alpha - \beta_1 INF - \beta_2 NR + \beta_3 MS + \beta_4 GDP + e$$

$R_i$  عوائد أسهم الشركات الصناعية الأردنية .

$INF$  معدل التضخم في الأردن .

$NR$  معدل نمو أسعار الفائدة على الودائع لأجل .

$MS$  معدل نمو العرض النقدي ( العملة المتداولة + ودائع تحت الطلب ) .

$GDP$  معدل نمو الناتج المحلي الاجمالي بسعر السوق .

$B$  المعلم المراد تقديره لمتغيرات النموذج .

$\alpha$  المقطع الثابت

$e$  الخطأ العشوائي

## التعريفات الإجرائية :

### ١- معدل التضخم :

ويقصد به الارتفاع المستمر والملموس في المستوى العام للأسعار في دولة ما ،

ويقاس معدل التضخم بالمعادلة التالية :

المستوى العام للأسعار في سنة ما - المستوى العام للأسعار في السنة السابقة

$$\times 100\%$$

المستوى العام للأسعار في السنة السابقة

### ٢- معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي (GDP) :

تم استخدام الناتج المحلي الاجمالي والمعبر عنه بالاسعار الجارية ، حيث تم تقديره بشكل

سنوي لغايات الدراسة .

### ٣- العرض النقدي (MS) Money Supply :

هناك عدة مقاييس لعرض النقد ، وتتميز عن بعضها البعض بدرجة سيولتها " امكانية تحويلها إلى نقد" . وأكثرها سيولة هو المقياس ع١ (MS) وهو عبارة عن مجموع النقد المتداول في الاقتصاد والودائع تحت الطلب .

#### ٤- معدل العائد السنوي للسهم :

يتكون عائد السهم من الأرباح الرأسمالية والتي يحصل عليها المستثمر من خلال الفروقات السعرية مضاف إليها نصيب السهم من التوزيعات النقدية ويمكن قياسها من خلال المعادلة التالية:

$$R_i = \frac{P_t - P_{t-1} + D_t}{P_{t-1}}$$

Ri=عائد السهم =Pt=سعر السهم في الفترة t Pt-1=سعر السهم بالفترة t-1 Dt=التوزيعات النقدية بالفترة

### الدراسات السابقة :

١- دراسة الخطيب والشرع (١٩٩٤) : سوق عمان للأوراق المالية ومدى استجابته للمتغيرات

الاقتصادية - دراسة قياسية<sup>(١)</sup> :

هدفت هذه الدراسة إلى قياس العلاقة بين مؤشرات سوق عمان المالي والمتغيرات الاقتصادية ( معدل نمو الإنتاج القومي ، التضخم ، أسعار الفائدة على الودائع ، أسعار الصرف ، الرقم القياسي للإنتاج الصناعي ، عرض النقد ) أكدت الدراسة أن العائد على السهم يتأثر بمعدل نمو الناتج القومي الإجمالي وبمعدل نمو الإنتاج الصناعي ( معبرا عنه بالرقم القياسي للإنتاج الصناعي) وأن حجم التداول يتأثر بمعدل نمو الناتج القومي الإجمالي وبمعدل نمو الإنتاج الصناعي وأن سعر السهم يتأثر بمعدل نمو الناتج القومي ومعدل التضخم ، وخلصت الدراسة إلى أن سوق عمان المالي لا يعتبر مؤشرا حقيقيا لطبيعة الأوضاع الاقتصادية في الأردن .

(١) فوزي الخطيب ومنذر الشرع ، " سوق عمان للأوراق المالية ومدى استجابته للمتغيرات الاقتصادية ، دراسة قياسية" ، مجلة أبحاث اليرموك ، المجلد ١٠ ، العدد ٣ ، ١٩٩٤ ، ص ٣٧١ .

٢- دراسة العبدلات (١٩٩٥) : أثر مخاطر الاستثمار و السيولة والحجم، على عوائد الأسهم-

دراسة تحليلية لأسهم الشركات المدرجة في سوق عمان المالية<sup>(٢)</sup> :

هدفت هذه الدراسة إلى قياس العلاقة ما بين مخاطر الاستثمار و السيولة و الحجم و بين عائد السهم، حاول الباحث بناء نموذج متعدد لتفسير التذبذب في عوائد الأسهم حيث أن الدراسة غطت الفترة الواقعة ما بين ١٩٩٢-١٩٩٥م تكونت عينة الدراسة من ٦٥ شركة حيث أن عينة الدراسة غطت ما نسبته ٦٩% من مجتمع الدراسة، وقد دلت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية ما بين المتغيرات التابعة و المستقلة. وقد خلصت الدراسة إلى أن نموذج العوامل الذي بناه الباحث استطاع تفسير التذبذب بالعوائد. وكانت خلاصة النتائج أنه يجب أن تؤخذ العوامل المستقلة مجتمعة و على مستوى السوق لتسهم في تفسير التذبذب الحاصل بعوائد الأسهم المدرجة في سوق عمان المالية أو التنبؤ بها .

٣- دراسة البديري والخوري (١٩٩٧) : دراسة تحركات أسعار الأسهم في سوق عمان المالي

باستخدام النماذج القياسية<sup>(١)</sup> :

هدفت هذه الدراسة الى مدى معرفة العلاقة بين التغير في أسعار الأسهم المتداولة في سوق عمان المالي ، والتغير غير المتوقع في العوامل الاقتصادية الكلية باستخدام نموذجين قياسييين واعتمد التحليل على معلومات فصلية خلال الفترة ١٩٧٨-١٩٩٤ . وأوضحت التقديرات القياسية للنماذج في هذه الدراسة أن هناك علاقة ذات دلالة احصائية بين التحركات في أسعار الأسهم وبعض المتغيرات الاقتصادية الكلية ، كالرقم القياسي لأسعار المستهلك والرقم القياسي لكمية الانتاج الصناعي الذي يعبر عن مستوى النشاط الاقتصادي الأردني ، بينما لم تجد هذه الدراسة تأثيرا ذا دلالة احصائية لمتغيرات اقتصادية كلية أخرى كعرض النقد ، وأسعار الفائدة ، وسعر الصرف الدينار الأردني مقابل الدولار ، مما قد يعني أن المستثمر الأردني لا يعتمد على المعلومات الاقتصادية هذه في اتخاذ قراره الاستثماري

(٢) مها عيسى العبدلات ، "أثر مخاطر الاستثمار والسيولة والحجم على عوائد الأسهم-دراسة تحليلية لأسهم الشركات المدرجة في سوق عمان المالية"، رسالة ماجستير منشورة، كلية الدراسات العليا الجامعة الأردنية، عمان، ١٩٩٥ .

(١) صباح البديري ورتاب الخوري ، "دراسة تحركات أسعار الأسهم في سوق عمان المالي باستخدام النماذج القياسية"، دراسات العلوم الإدارية ، المجلد ٢٤ ، العدد ١، ١٩٩٧، ص ٢١٤-٢٢٥ .

٤- دراسة يونس وآخرون (١٩٩٧) : أثر إصدار أسهم جديدة على عوائد الأسهم في سوق

عمان المالي<sup>(٢)</sup> :

هدفت هذه الدراسة إلى فحص اثر إصدار الشركات المساهمة العامة أسهما جديدة على عوائد الأسهم وتم استخدام منهجية نموذج السوق لحساب وفحص العوائد الغير اعتيادية خلال فترة الإعلان عن الإصدارات الجديدة وشملت دراسة العينة ٢١ إصدار جديد قامت بها ٢١ شركة مساهمة وحدثت خلال ٩١-٩٤ ولتحقيق هذا الهدف تم استخدام الفرضية الرئيسية التي تقترح عدم وجود اثر مالي للإعلان عن إصدار هذه الأسهم الجديدة وقد تم استخدام نموذج السوق لتحديد العائد الغير عادي وباستخدام فحص t تم رفض الفرضية العدمية و بالتالي فان نتيجة الدراسة تشير إلى أن عملية إصدار الأسهم تعطي إشارة سلبية على الشركة المصدرة وتم استخدام التحليل العرضي لتحليل اثر القطاع و نوع الإصدار وسعر الإصدار على أسعار فترة الإصدار وتم التوصل إلى نتائج فحص هذه المتغيرات تدعم فرضية التفاعل السلبي .

٥- دراسة بشير الزعبي (٢٠٠٠) : تأثير العوامل الاقتصادية الكلية على المؤشر العام

لأسعار الأسهم في سوق عمان المالي<sup>(١)</sup> :

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على مؤشر سوق عمان المالي ، وقد تم استخدام نموذج قياسي تم تقديره باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية (OLS) حيث احتوى النموذج على كل من النمو في الناتج القومي الإجمالي ، وسعر الفائدة ، وسعر الصرف ، والنمو في عرض النقد ، وإبطاء مؤشر السوق لفترة سابقة كمتغيرات مستقلة ، ومؤشر الرقم القياسي العام كمتغير تابع .

قام الباحث باختبار استقرار دالة مؤشر سوق عمان المالي خلال الفترتين ١٩٧٨-١٩٨٨ ، ١٩٨٩-١٩٩٨ لمعرفة تأثير الأزمة النقدية التي مر بها الاقتصاد الأردني على مؤشر سوق عمان المالي ، وذلك باستخدام اختبار Chow. وقد توصلت الدراسة إلى أن سوق عمان المالي يستجيب للمتغيرات الاقتصادية الكلية مجتمعة ، أما عند دراسة كل متغير على حدة ، فقد تبين أن قيمة t غير معنوية للمتغيرات السابقة باستثناء مؤشر السوق لفترة سابقة ، بمعنى أن المتغير التابع يتأثر

(٢) بهجت يونس وآخرون ، " أثر إصدارات الأسهم الجديدة على عوائد الأسهم في سوق عمان المالية" ، مجلة أبحاث اليرموك (سلسلة العلوم الإنسانية والاجتماعية) ، مجلد ١٣ ، العدد ٤ ، ١٩٩٧ ، ص ٢٧-٤٠ .

(١) بشير الزعبي ، " تأثير العوامل الاقتصادية الكلية على المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق عمان المالي" ، دراسات العلوم الإدارية ، المجلد ٢٧ ، العدد ٢ ، ٢٠٠٠ ، ص ٣٢١-٣٣٠ .

بسلوكه في فترة زمنية سابقة ، كما أشارت نتائج الدراسة إلى أن دالة مؤشر سوق عمان المالي تتمتع بالاستقرار خلال الفترة من عام ١٩٧٨-١٩٩٨ .

٦- دراسة شقيري (٢٠٠١) : أثر الحجم على عوائد الأسهم- دراسة تطبيقية على بورصة عمان<sup>(٢)</sup> :

هدفت الدراسة إلى قياس العلاقة ما بين حجم الشركة وعوائد الأسهم للشركات الصناعية المدرجة بسوق عمان المالي حيث أن حجم الشركة حسب تقدير الباحث يعكسه القيمة السوقية والدفترية للسهم، أظهرت الدراسة إلى أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية ما بين حجم الشركة مقاساً بالقيمة السوقية و عوائد الأسهم في حالة عدم الأخذ بالمخاطرة بنظر الاعتبار وعند اخذ المخاطرة بنظر الاعتبار فان العلاقة تكون غير داله إحصائياً، وانه لا يوجد اثر ذو دلالة إحصائية ما بين الحجم مقاساً بالقيمة الدفترية و عوائد الأسهم مع أخذ المخاطرة بعين الاعتبار، بالإضافة إلى تساوي حجم مخاطر أسهم الشركات الكبيرة و الصغيرة .

٧- دراسة الزعبي (٢٠٠٤) : العلاقة السببية بين معدل التضخم والرقم القياسي لأسعار الأسهم في سوق عمان المالي<sup>(١)</sup> :

هدفت هذه الدراسة الى اختبار العلاقة السببية بين الرقم القياسي لأسعار الأسهم في سوق عمان المالي ومعدل التضخم في الأردن وتحليلها خلال الفترة ١٩٧٨-٢٠٠١. وقد تم استخدام طريقة جرانجر السببية لاختبار نوعية العلاقة بين المتغيرين واتجاهها ، لقد دلت النتائج على أن المتغيرين بينهما علاقة تكامل مشترك وأن التوازن في المدى الطويل بينهما سالب ، أي أن هناك علاقة سلبية بين المتغيرين ولكنها باتجاه واحد من الرقم القياسي لأسعار الأسهم إلى معدل التضخم .

<sup>(٢)</sup> موسى شقيري ، " أثر الحجم على عوائد الأسهم (دراسة تطبيقية على بورصة عمان)" ، رسالة ماجستير منشورة، كلية الدراسات العليا، الجامعة الأردنية، عمان ، ٢٠٠١ .

<sup>(١)</sup> بشير خليفة الزعبي ، " العلاقة السببية بين معدل التضخم والرقم القياسي لأسعار الأسهم في سوق عمان المالي "، مؤتمراً للبحوث والدراسات ، المجلد ١٩ ، العدد ٥ ، ٢٠٠٤ ، ص ١٨٧-٢٠٣ .

## ٨- دراسة ارشيد (٢٠٠٤) : محددات أسعار الأسهم في بورصة عمان (٢) :

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف العوامل المحدده لأسعار الأسهم في بورصة عمان ضمن الاطار الكلي ، وقد ركز الباحث على طبيعة العلاقة القائمة بين الرقم القياسي لأسعار الأسهم كمتغير تابع في هذا السوق ومتغيرات اقتصادية كلية للفترة (١٩٧٨-١٩٩٧) ، وقد تم إعداد نموذج رياضي واستخدام أسلوب الانحدار في الدراسة .

وأظهرت الدراسة وجود علاقة معنوية ذات دلالة احصائية بين الرقم القياسي لأسعار الأسهم كمتغير تابع وبين المتغيرات المستقلة التالية : الرقم القياسي للإنتاج الصناعي ، ومعدل التضخم ، وعرض النقود ، وعدم وجود علاقة معنوية ذات دلالة احصائية بين الرقم القياسي وكل من سعر الخصم وسعر الصرف

## ٩- دراسة Walter Wasserfallen ( ١٩٨٩ ) : الأخبار الاقتصادية الكلية وسوق الأسهم المالي<sup>(١)</sup> :

هدفت هذه الدراسة لتقدير أثر المتغيرات الاقتصادية على أسعار الأسهم لثلاث دول أوروبية هي : ألمانيا ، سويسرا ، وبريطانيا بالاعتماد على بيانات فصلية خلال الفترة (١٩٧٧-١٩٨٥) ، وتناولت الدراسة المتغيرات الاقتصادية التالية : الناتج القومي الحقيقي ، العرض النقدي بمفهومه الضيق ، القاعدة النقدية ، الصادرات الحقيقية والإنتاج الصناعي ، أسعار المستهلكين ، الأجور الاسمية ، الأجور الحقيقية ، أسعار المستوردات ، سعر الفائدة الاسمي ، سعر الفائدة الحقيقي ، معدل الاستهلاك ، ومعدل سعر الصرف .

توصلت الدراسة إلى أن أسعار الأسهم البريطانية تتأثر بالأجور الاسمية وأسعار الفائدة الاسمية ، وأن أسعار الأسهم الألمانية تتأثر بأسعار المستهلك والعرض بمفهومه الضيق ، وأسعار الفائدة الاسمية ، أما أسعار الأسهم السويسرية فإنها تتأثر فقط بالاستهلاك الحقيقي .

---

(٢) عبد المعطي ارشيد ، "محددات أسعار الأسهم في بورصة عمان " ، مجلة البصائر ، المجلد ٨ ، العدد ٢ ، ٢٠٠٤ ، ص ١٩٧ .

(1) Walter Wasserfallen, "Macroeconomics News and the Stock Market", Journal of Banking and finance, vol. 13, No. 4, 1989, pp 613-626.

١٠- دراسة **Bulmash and Trivoli (١٩٩١)** : التفاعل المتباطئ ما بين أسعار الأسهم

وبعض المتغيرات الاقتصادية<sup>(٢)</sup> :

هدفت هذه الدراسة إلى قياس العلاقة بين أسعار الأسهم الأمريكية والمتغيرات الاقتصادية ، بالاعتماد على بيانات شهرية خلال الفترة تشرين الثاني ١٩٦١ إلى تشرين الأول ١٩٨٧ ، تناولت هذه الدراسة المتغيرات الاقتصادية التالية : التضخم ، العرض النقدي ، معدل الفائدة على السندات ، الديون الخارجية ، معدل الفائدة على أدونات الخزينة ، معدل البطالة ، أسعار الأسهم الأمريكية لفترة سابقة ، والإصدارات الجديدة ، توصلت هذه الدراسة إلى أن العرض النقدي الواسع ، والديون الخارجية ، وسعر الفائدة على أدونات الخزينة ، ومعدل البطالة ، والإصدارات الجديدة ، والعرض النقدي الضيق ، وسعر الفائدة على السندات ، والقاعدة النقدية ، لها أثر على أسعار الأسهم الأمريكية .

١١- دراسة **Civelek and EL- khouri (١٩٩١)** : التذبذب في أسعار الأسهم والمتغيرات

الاقتصادية الكلية : دلائل من سوق عمان المالي<sup>(١)</sup> :

حيث اعتمدت هذه الدراسة على بيانات شهرية خلال الفترة كانون الثاني ١٩٧٩ إلى تموز ١٩٨٩ ، إن أسعار الأسهم في سوق عمان المالي لا تتأثر بالعرض النقدي وسعر الفائدة على أدونات الخزينة ( كمؤشر للفائدة عديمة المخاطرة) وسعر الفائدة على سندات الشركات (كمؤشر للمخاطرة) واستنتجت الدراسة أنه لا يوجد أي أهمية سببية تحدثها التغيرات في أسعار الأسهم للمتغيرات الاقتصادية ، وإن إلغاء المتغيرات المختلفة زمنيا لا تسبب أية مشاكل في التقدير القياسي ، وأن هذه المتغيرات الاقتصادية لا يعتمد عليها في اتخاذ القرار الاستثماري في سوق عمان المالي .

---

(2) Samuel Bulmash And George Trivoli, "Time-Lagged Interaction Between Stock prices and Selected Economic Variables ", Journal of portfolio Management, Vol.18, No. 4, 1991 ,p p .61-67.

(1) Mehmet civelek and ritab El- khouri , "stock price volatility and macroeconomic variables: evidence from Amman stock exchange", Abhath Al- yarmouk, vol. 7, No.3, 1991, pp. 9-27 .

## ١٢- دراسة AlBassam and Aljuhani (١٩٩٧) : أثر المتغيرات الاقتصادية الرئيسية

على مؤشر سوق الأسهم السعودي ، دراسة تطبيقية<sup>(٢)</sup> :

هدفت هذه الدراسة إلى قياس العلاقة بين أسعار الأسهم السعودية والمتغيرات الاقتصادية ( الناتج المحلي الإجمالي ، سعر الفائدة ، أسعار الأسهم السعودية التاريخية ، والاستقرار السياسي ) حيث توصلت الدراسة إلى أن أسعار الأسهم السعودية تتأثر بأسعار الأسهم لفترة سابقة وبلاستقرار السياسي فقط . أما بالنسبة لكل قطاع من قطاعات السوق على حدة فإن النتائج أظهرت اختلافاً في درجة تأثير هذه المتغيرات على مؤشر أسعار أسهم هذه القطاعات فبينت الدراسة أن مؤشر أسعار أسهم قطاع البنوك يتأثر بشكل ملحوظ بالتغيرات التي تحدث بإجمالي الناتج المحلي بالإضافة إلى الاستقرار السياسي وأن مؤشر أسعار أسهم قطاع الخدمات والقطاع الزراعي أكثر تأثراً بالتغيرات التي تحدث بأسعار الفائدة ، وأن مؤشر أسعار أسهم قطاع الإسمنت والكهرباء لم تتأثر معنوياً بهذه المتغيرات .

وبعد استعراض الدراسات السابقة ذات العلاقة نلاحظ أن معظم الدراسات ناقشت بعض المتغيرات مثل : العرض النقدي ، أسعار الفائدة ، معدل التضخم ( الرقم القياسي لأسعار المستهلك ) ، الناتج القومي الإجمالي ، لذلك تم طرح هذه المتغيرات في هذه الدراسة ، بينما نلاحظ أن الدراسات كانت تقيس معدل التضخم مقاساً بالرقم القياسي لأسعار المستهلك ، بينما نلاحظ في هذه الدراسة أنها تناولت معدل التضخم في الأردن وتم اضافته إلى النموذج مع بعض المتغيرات الاقتصادية الأخرى مثل : العرض النقدي (MS) بالمفهوم الضيق ، وأسعار الفائدة على الودائع (NR) ، والناتج المحلي الإجمالي (GDP) لمعرفة أثرها على عوائد أسهم الشركات الصناعية في بورصة عمان ، أيضاً بالنسبة لفترة الدراسة حيث قام الباحث بدراسة المتغيرات الاقتصادية ومعرفة أثرها على عوائد الأسهم خلال الفترة الممتدة من ١٩٩٠ ولغاية ٢٠٠٥ .

(2) Khalid Al- Bassam and Eid Al- Juhani, " The Impact of Major Economic Variables on the Saudi Stock Market index : An Empirical Study", Journal of horizon economic , vol. 18, No.70, 1997, p p.9-32.



## محددات الدراسة :

اقتصرت الدراسة على عينة محددة من الشركات الصناعية الأردنية المدرجة أسهماً في بورصة عمان للأوراق المالية (٢٧ شركة) ، واستثناء بعض الشركات (٩ شركة) بسبب عدم توفر البيانات اللازمة عنها وبسبب تأسيس بعضها بعد عام ١٩٩٠ .

## مميزات الدراسة:

تميزت هذه الدراسة أنها تتناول أثر متغيرات الاقتصاد الكلي على عوائد أسهم الشركات الصناعية الأردنية في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة من عام ١٩٩٠ إلى عام ٢٠٠٥ ، أيضاً تعميم النتائج وبشكل كبير على القطاع الصناعي الأردني نظراً لأن عينة الدراسة شملت على شركات من كافة قطاعات السوق الصناعية في الأردن وهي : قطاع الصناعات الاستخراجية ، قطاع الصناعات الكيماوية والبتروولية ، قطاع الصناعات الانشائية ، قطاع الصناعات الهندسية ، قطاع الصناعات الترمينية والاستهلاكية ، قطاع الصناعات الدوائية ، قطاع الصناعات النسيجية والألبسة ، قطاع صناعات الورق والتعبئة .

## الفصل الثاني

### الأسواق المالية

### والمتغيرات الاقتصادية الكلية

## المقدمة :

هناك نوعان من تحليل البيانات والمعلومات المتاحة للمستثمرين ، تحليل أساسي (Fundamental Analysis) وتحليل فني (Technical Analysis)، ويعني التحليل الأساسي تحليل المعلومات المتاحة عن المتغيرات الاقتصادية ، والعوامل المتعلقة بالقطاع والوضع المالي والأرباح المحتملة للشركة، التي تلعب دوراً أساسياً في تحديد السعر الذي يباع به السهم . ويعني التحليل الفني تحليل المعلومات السابقة عن الأسعار وأحجام التداول من أجل التنبؤ بالتغيرات التي تحدث لأسعار الأسهم في المستقبل، أي دراسة بيانات السوق أكثر من المعلومات عن الاقتصاد .

وضمن مفهوم التحليل الأساسي يعتبر الاقتصاد الوطني واتجاهاته من أهم العوامل المؤثرة على الأسواق المالية التي تعمل ضمن هذا الاقتصاد ، فكلما كانت توقعات النمو الاقتصادي جيدة وإيجابية ، كلما كانت الظروف الاستثمارية والمناخ الاستثماري أكثر ملاءمة .

وبما أن نشاط الشركات التي تتداول أوراقها المالية في السوق المالي يمثل الجانب الأكبر من النشاط الاقتصادي في الدولة ، فإن مؤشرات السوق المالي يمكن أن تكون مرآة للحالة الاقتصادية العامة للدولة، فالظروف الاقتصادية تؤثر على أرباح الشركات ، وحيث أن ربحية الشركة هي المحدد الرئيسي للقيمة السوقية للسهم الذي تصدره، فإن هذا يعني أن الظروف الاقتصادية هي التي تؤثر في السعر الذي يباع به السهم في السوق .

إن الأسواق المالية هي الوجه الحضاري الحديث لاقتصاديات الدول، فقد ارتبط تطور الأسواق المالية بالتطور الاقتصادي والصناعي الذي مرت به معظم دول العالم، وللأسواق المالية وظائف اقتصادية قد لا تكون واضحة للعديد من الناس ولكنها في واقع الأمر تمثل حلقة الاتصال بين القطاعات المختلفة في المجتمع ، أي ما بين المدخرين والمنتجين، إذ تقوم في تأدية وظيفتها الاقتصادية الأساسية بنقل الأموال الفائضة من القطاعات التي تملكها إلى تلك القطاعات التي لديها عجز في الأموال .

وفي هذا الفصل تم تقسيمه إلى مبحثين حيث يتناول المبحث الأول الأسواق المالية ويتضمن الظروف المؤثرة في السوق المالي وعوامل نجاح الأسواق المالية ، والمبحث الثاني يتناول المتغيرات الاقتصادية والسوق المالي .

# المبحث الأول

## الأسواق المالية

برز في الآونة الأخيرة اهتمام واضح بالأسواق المالية لعدة أسباب كان من أهمها تفاعلها مع متطلبات تمويل اقتصاديات البلدان المختلفة وبخاصة إذا ما اتصفت بالديناميكية والملاءمة مع ظروف البيئة التي تعمل فيها، بحيث تصبح جهازاً فعالاً للربط فيما بين الوحدات الاقتصادية ذات الفائض (المدخرون) وبين تلك الوحدات ذات العجز (المستثمرون) سواء على مستوى الدولة أم فيما بين الدول المختلفة بأفرادها ومؤسساتها .

### أولاً : الظروف المؤثرة على السوق المالي :

يتحدد السعر الذي يباع فيه السهم في السوق بمتغيرين أساسيين : التدفقات النقدية المتوقعة (Expected cash flows) ومعدل العائد المطلوب (Required Rate of Return)، وهذان المتغيران يتحددان على ضوء الظروف السائدة داخل الشركة ، أو القطاع الذي ينتمي إليه الشركة، أو الظروف الاقتصادية العامة السائدة في الدولة، والتي تتأثر بدورها بالظروف الدولية<sup>(١)</sup>، وفيما يلي عرض لتلك الظروف :

#### ١- الظروف العالمية :

يقصد بالظروف العالمية المعلومات المتاحة عن حروب أو توترات محتملة في منطقة معينة ، أو تغيرات سياسية أو اجتماعية أو اقتصادية في دولة ما ، حيث تترك هذه الأحداث والتغيرات آثاراً على اقتصاد دولة أخرى ويكون لها أثر واضح على حركة الأسواق المالية<sup>(٢)</sup> . ومن الظروف العالمية التي أثرت على الأردن ، وأدت إلى عدم استقرار الوضع السياسي في المنطقة، حرب الخليج عام ١٩٩٠م ، حيث تراجع أداء الاقتصاد الأردني وانخفضت أرباح الشركات ، فانخفض الطلب على الأوراق المالية وهذا أثر سلباً على مؤشرات سوق عمان المالي، بالإضافة إلى التغيرات والأحداث الأخرى الذي يعتقد بأن لها تأثير على سوق عمان المالي .

(١) Charles p. Jones, Investment Analysis and Management, fifth Edition, John Wiley and Sons, Inc. , New York, 1996,p512

(٢) منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، الإسكندرية : جامعة طنطا ، منشأة المعارف ، ١٩٩٩، ص ٢١٤ .

## ٢- الظروف الاقتصادية المحلية :

يعتبر السوق المالي جزء مهم في اقتصاد أي دولة، والعلاقة بين الاثنين قوية ، فإذا كان أداء الاقتصاد ضعيف يكون أداء معظم الشركات ضعيفاً أيضاً ، وإذا كان الاقتصاد نشطاً فإن معظم الشركات تكون كذلك، لذلك يعكس السوق المالي الحالة الاقتصادية في الدولة (١) ، ونظراً لارتباط السوق المالي بالحالة الاقتصادية يجب على المستثمر أن ينظر إلى المتغيرات الاقتصادية مثل : الدخل القومي، مستوى التضخم، العرض النقدي، نسبة البطالة ، اتجاه أسعار الفائدة، سعر الصرف وغير ذلك من متغيرات ، نظراً لأثر تلك المتغيرات على أرباح الشركات (٢) .

## ٣- ظروف القطاع :

تؤثر الظروف الاقتصادية العامة في الدولة على كافة القطاعات الاقتصادية ، إلا أن مدى وعمق ذلك التأثير يختلف من قطاع إلى آخر، بل ويمكن القول بأن القطاعات تتفاوت فيما بينها من حيث تأثرها بالأحداث الاقتصادية بصفة عامة (٣) فالقطاعات تختلف في نسبة نموها ومدى مساهمتها في النشاطات الاقتصادية ، لذلك يجب على المستثمر أن يحلل القطاعات ويستثمر في القطاع المتنامي، وتزداد نسبة مساهمته في الناتج القومي (٤) .

ومن المتغيرات الخاصة بالقطاع ويجب على المستثمر أن يأخذها بعين الاعتبار وهي : هيكل القطاع وتركيبه ، نوعية الإنتاج ، التنظيم الحكومي ، القدرة التنافسية ، ومحددات التكلفة في هذا القطاع، وغير ذلك من متغيرات (٥) .

(١) Jones, Investment Analysis Management, OP. cit , p. 504 .

(٢) Donald Fischer and Ronald, Security Analysis and portfolio Management, sixth Ed, prentice Hall , New Delhi ,1999, p.102.

(٣) منير هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال ، مرجع سابق ، ص ٢١٧ .

(٤) V.k. Bhalla , Investment management ( security Analysis and portfolio Management), fifth Ed. , S. Chand and Company LTD ,New Delhi ,1997 , P.334 .

(٥) Geoffrey A . Hirt and Stanley B. Block , Fundamentals of Investment Management , fourth Ed., IRWIN, Homewood , 1993 , p.159 .

#### ٤- ظروف الشركة :

وبما أن الظروف الاقتصادية تؤثر على القطاعات بنسب مختلفة ، فإن الشركات أيضاً تتباين فيما بينها حتى لو كانت تنتمي لنفس القطاع . لذلك يجب على المستثمر أن يحلل المتغيرات المالية الأساسية لتقدير قيمة الشركة ، ومن أهمها: الأرباح ، معدل الخصم ، الإدارة ، الخطورة ، الوضع التنافسي للشركة، نسبة العمالة ، التغيير التكنولوجي ... الخ (١) .

وهناك عوامل غير اقتصادية يعتقد بأن لها تأثيراتها المهمة على الأسعار وعلى اتجاه السوق المالي بشكل عام وهي العوامل النفسية ، من هنا فإن على المحلل أن يدرس جميع الظروف والملايسات النفسية التي تؤثر على المستثمرين ، والعوامل النفسية يمكن أن تتحدد بعدد من التصرفات السلوكية التي يميل المستثمرين إلى اتباعها بدافع غريزي دون الدقة في نتائجها ، وهذه التصرفات هي : الولاء لبعض الأسهم ، معاكسة التيار والاتجاه (التخالف) ، الركض وراء الجموع ، الاكتئاب النفسي ، وسلوك الفرد وسلوك السوق كحشد من الناس ، فالأسواق المالية هي بطبيعتها عقلانية وتتمتع بالكفاءة الذاتية إلا أنه من وقت لآخر تسود هذه الأسواق موجات تخلق معها الفرص لأولئك الذين يملكون السرعة والشجاعة في اتخاذ القرار الحاسم (٢) .

وهذه العوامل لها أثر على سوق عمان المالي فالمستثمر يملك كافة الأحاسيس والمشاعر التي تتأثر بما حولها من ظروف ولا يستطيع أن يعزل نفسه عن المحيط الذي يؤثر بصورة مباشرة بمستقبله وحياته (٣) .

#### ثانياً : عوامل نجاح الأسواق المالية :

يعتمد نجاح الأسواق المالية في الاقتصادات الوطنية على جملة من العوامل (٤) :

أ- ترتبط أهمية الأسواق المالية بتعاظم دور الشركات المساهمة الكبيرة والتي تتمتع بمرونة عالية تجاه حركات الأسعار والتغيرات التي تحدث في الاقتصادين المحلي والدولي ، وتُحدّد حجم هذه

---

(١) محمود فلاح الرفاعي، "أثر المتغيرات الاقتصادية على أسعار وحجم التداول في سوق عمان المالي"، رسالة ماجستير غير منشورة ، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية ، جامعة أُل البيت، عمان ، ١٩٩٩ ، ص ٤٤ .

(٢) أحمد علي محفوظ" تذبذب أسعار الأسهم : دراسة تطبيقية على أسهم الشركات المدرجة في سوق عمان المالية" ، رسالة ماجستير غير منشورة ، كلية الاقتصاد ، الجامعة الأردنية ، عمان ، ١٩٩٥ ، ص ٩ .

(٣) المرجع ذاته ، ص ١٠ .

(٤) هوشيار معروف ، الاستثمارات والأسواق المالية ، السلط : دار صفاء للنشر والتوزيع ، الطبعة الأولى ، جامعة البلقاء التطبيقية ، ٢٠٠٣ ، ص ٨٦ .

الشركات التوجه نحو الأسواق المالية لأغراض الاستثمار وإعادة الاستثمار والاقتراض وتوسع قاعدة الحصص المالية وعدد المساهمين .

ب- تبرز أهمية الأسواق المالية مع تطور مستويات ونشاطات وتنظيمات أجهزة المعلومات والاتصالات، وكلما تيسر نشر المعلومات سادت الشفافية في الأسواق وبالتالي إزداد دور هذه الأسواق في توسيع نطاق المبادلات وفي تكثيف معدلاتها .

ج- إن وجود أجهزة ائتمانية من مؤسسات مصرفية ومكاتب وساطات عالية الكفاءة يجعل الأسواق المالية أكبر، وخاصة عندما تعمل هذه الأجهزة ومن خلال شبكات الإتصالات المحلية والدولية على مدار الساعة ، إن نشاطات الأجهزة المعنية وإدارتها المتقدمة وكفاءتها العلمية والتكنيكية تجعل بالإمكان الوصول إلى كافة مواقع العرض والطلب للأصول الرأسمالية في الداخل والخارج وثم جذبها إلى الأسواق المالية التي تعمل في بلادها .

د - إن إدارات الأوراق المالية وكفاءات كوادرها وطاقتها التكنولوجية ، كلها تنعكس على أداء الأسواق وبالتالي إذا أراد بلدٌ تطوير أسواقها المالية يجب أن يهتم في المقام الأول بإدارة هذه الأسواق لأن الإدارة المتطورة هي التي تتولى وضع الخطط الخاصة بتعبئة الاستثمارات وإبعادها عن المخاطر المختلفة وتكفل النمو المتوازن للقيم السوقية للأصول المتداولة وتقلل من حركة المضاربة لصالح النشاطات الاستثمارية ، وتجذب الكوادر المتخصصة والتكنيكية ، وترسخ القواعد العلمية وتكرس التقاليد الموضوعية وتتبنى الإجراءات السهلة والكفيلة بتدني تكاليف العمليات الجارية .

هـ- توافر السيولة لتمويل عمليات الشراء والبيع السريعة للموجودات عند أسعار معلومة Known prices ، بالإضافة إلى تقليل تكاليف المعاملات (البحوث والإعلانات والمعلومات) .

## المبحث الثاني

### المتغيرات الاقتصادية الكلية والسوق المالي

إن المتغيرات الاقتصادية الكلية (الناتج المحلي الإجمالي، سعر الفائدة، سعر الصرف ، عرض النقد ، ومعدل التضخم) لها تأثيرها الواضح على الأسواق المالية ، حيث أن نشاط السوق المالي في أية دولة يعكس النشاط الاقتصادي بعمامة في تلك الدولة ، ولذا نجد أن هناك عوامل اقتصادية تؤثر في سلوك المستثمرين وخاصة في أداء السوق المالي بعمامة ، ولكن هذا التأثير على الأسواق المالية في الدول المتقدمة يختلف عنه في الدول النامية ، حيث أن العوامل الأخرى غير الاقتصادية (السياسية والنفسية) في الدول النامية والمتقدمة تلعب الدور نفسه ، وسيتم في هذا المبحث شرح العلاقة بين السوق المالي والمتغيرات الاقتصادية في الاقتصاد الأردني.

#### ١- الناتج المحلي الإجمالي :

إن الزيادة في الناتج المحلي الإجمالي يمكن أن يكون له أثر إيجابي، ويمكن أن يكون له أثر سلبي على أسعار الأسهم ، فالزيادة غير المتوقعة في الناتج المحلي تزيد من التفاؤل بشأن المستقبل مما يزيد من حركة التعامل مع الأسهم ، وبالتالي ارتفاع أسعارها ولكن إذا أدت الزيادة المتوقعة في الناتج المحلي إلى زيادة العرض النقدي وبالتالي زيادة معدلات التضخم ، وزيادة سعر الفائدة الذي يؤدي إلى زيادة معدل العائد المطلوب على الاستثمار فإن كل ذلك سوف يؤثر سلبياً على أسعار الأسهم<sup>(١)</sup>.

وإذا أدى نمو الناتج المحلي إلى تشجيع حجم الاستثمارات وزيادة الطلب عليها ، فإنه يتوقع أن يتم تمويل جزء من هذه الاستثمارات عن طريق السوق المالي (أسهم، سندات، قروض) مما يؤدي بدوره إلى تحسين مؤشرات السوق<sup>(٢)</sup>. إن النمو في الناتج المحلي الإجمالي يقلل من احتمالية فشل المشاريع والشركات وزيادة الاستثمار في الأسهم والى طرح أسهم جديدة

(١) محمود فلاح الرفاعي، مرجع سابق، ص ٥٥.

(٢) فوزي الخطيب، ومنذر الشرع، "سوق عمان للأوراق المالية ومدى استجابته للمتغيرات الاقتصادية، دراسة قياسية"، مجلة أبحاث اليرموك، المجلد ١٠، العدد ٣، ١٩٩٤، ص ٣٧٩.



## ٢- معدل سعر الفائدة :

عادةً ما يقارن العائد على الاستثمار بسعر الفائدة بالسوق أو ما يعرف بتكلفة الفرصة البديلة.

ويتحدد سعر السهم بناء على الأرباح المتوقعة للشركة ومعدل سعر الفائدة (كمؤشر لمعدل العائد المطلوب) ، فزيادة سعر الفائدة يؤدي إلى انخفاض أسعار الأسهم ، أي أن اتجاه سعر الفائدة يسير بعكس اتجاه أسعار الأسهم<sup>(٣)</sup> .

ويستخدم معدل سعر الفائدة لتمثيل تكاليف الفرصة البديلة للاستثمار في أسواق الأسهم ، ويؤثر على الأسعار في سوق الأسهم بطريقة سلبية<sup>(٤)</sup> ، حيث أن ارتفاع معدل أسعار الفائدة يترك أثراً سلبية على أسعار الأسهم والسندات وهذا يجعل الأفراد يخفضون طلبهم على الأسهم ويتجهون إلى الطلب على الودائع البنكية على حساب مخصصات الأسهم والسندات والعكس صحيح<sup>(٥)</sup> ، لكن إن انخفاض الطلب على الأسهم لا يعني بالضرورة انخفاض عوائد الأسهم ، فتوزيع الأرباح لا يتأثر بسعر الفائدة وإنما فقط الفرق بين سعري البيع والشراء .

## ٣- العرض النقدي:

إن زيادة العرض النقدي قد يؤدي إلى زيادة أسعار الأسهم أو انخفاض أسعار الأسهم، بحيث أن زيادة العرض النقدي يؤدي إلى ارتفاع الإنفاق الاستثماري مما يؤدي إلى زيادة الطلب على الأسهم وارتفاع أسعارها السوقية<sup>(٦)</sup>، بمعنى آخر إن الزيادة في النقد تؤدي إلى الزيادة في الشراء وبالتالي زيادة الأرباح مما ينعكس إيجابياً على أسعار الأسهم<sup>(٧)</sup> ، وقد ترتفع أسعار الأسهم بطريقة غير مباشرة ويحدث ذلك عندما تؤدي زيادة العرض النقدي إلى انخفاض أسعار

<sup>(٣)</sup> Jones, Investment Analysis and Management, op. cit., P514.

<sup>(٤)</sup> بشير الزعبي، "تأثير العوامل الاقتصادية الكلية على المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق عمان المالي"، دراسات العلوم الإدارية، المجلد ٢٧، العدد ٢، ٢٠٠٠، ص ٣٢٤.

<sup>(٥)</sup> Khalid Al- Bassam and Eid Al- Juhani, "The Impact of Some Major Economic Variables on the Saudi Stock Market Index: An Empirical Study", Journal of Horizon Economic, Vol. 18, No. 70, 1997, P21.

<sup>(٦)</sup> Glean Hubbard, Money and Financial system and the economy, Addison-Wesley Publishing Company ,california 1998, P586.

<sup>(٧)</sup> صباح صالح البديري ورتاب سالم الخوري، "دراسة تحركات أسعار الأسهم في سوق عمان المالي باستخدام النماذج القياسية"، دراسات العلوم الإدارية، المجلد ٢٤، العدد ١، ١٩٩٧، ص ٢١٦.

الفائدة ، مما يعمل على زيادة الاستثمار الذي ينعكس بدوره على زيادة الإنتاج وتخفيض نسبة البطالة .

والعكس قد يحدث فالزيادة الكبيرة في العرض النقدي سيؤدي إلى ارتفاع التضخم الذي ينجم عنه ارتفاع في الحد الأدنى للعائد المطلوب على الإستثمار ، الأمر الذي يترتب عليه انخفاض القيمة التي يبدي المستثمر استعداداه لأن يشتري بها السهم، وعند زيادة نمو عرض النقد بنسبة أكبر من الزيادة في الناتج المحلي الإجمالي فإن الفائض من عرض النقد سيتم استثماره في شراء الأوراق المالية وكذلك فإن زيادة فائض السيولة لدى الأفراد ستؤدي إلى ارتفاع أسعار الأوراق المالية<sup>(٨)</sup>.

#### ٤- معدل التضخم :

إن الحكمة المعتادة تقتضي أن يكون عائد الأسهم عالياً نسبياً عندما يكون التضخم مرتفعاً، ويكون عائد السهم منخفضاً نسبياً عندما يكون التضخم متدنياً، وسبب ذلك هو أن الأسهم تعتبر حقوقاً على الموجودات الحقيقية التي ينبغي أن تزداد قيمتها مع تضخم الأسعار عموماً<sup>(٩)</sup>. ويمكن أن تكون العلاقة بين التضخم وأسعار الأسهم عكسية فزيادة معدل التضخم سينتج عنه زيادة في كمية الأموال المخصصة لأغراض الإنفاق الاستهلاكي، وبالتالي انخفاض حجم الأموال المتبقية لأغراض الاستثمار في الأسهم، مما يؤدي إلى انخفاض الطلب على الأسهم وبالتالي انخفاض أسعارها<sup>(١٠)</sup>.

وقد تكون العلاقة إيجابية، فعندما يرتفع معدل التضخم تبدأ النقود بفقدان قوتها الشرائية، فيحاول المستثمرون حماية مدخراتهم ضد هذه المخاطر فيقومون بزيادة حجم استثماراتهم في الأسهم فترتفع أسعارها، ويلجأ المستثمرون إلى هذا الأسلوب باعتبار أن الأسهم تعطي لحاملها الحق في المطالبة بتملك أصول حقيقية للشركات التي تمثلها هذه الأسهم، التي يتوقع أن ترتفع قيمتها في أوقات ارتفاع معدلات التضخم، أما عند انخفاض معدلات التضخم فإنه ليس من

(١) Charest. G, "Dividend Information, stock Return and market efficiency", Journal Of financial Economics, Vol. 6, 1978, P297.

(٢) صباح البديري ورتاب الخوري، "دراسة تحركات أسعار الأسهم في سوق عمان المالي باستخدام النماذج القياسية"، مرجع سابق، ص ٢١٦.

(٣) محمد سلامة، "العلاقة بين تغير المستوى للأسعار وتغير أسعار الأسهم في الأردن"، مجلة البلقاء، المجلد ٥، العدد ١، ١٩٩٧، ص ٤٤.

المتوقع أن ترتفع قيمة الأصول الحقيقية لهذه الشركات، وبالتالي يلجأ المستثمرون إلى الابتعاد عن التعامل بالأسهم، فتتخفص أسعارها<sup>(١)</sup> .

تعتبر الأسهم المتداولة في البورصة تحوطاً (Hedging) ضد التضخم ، فتزداد أسعار الأسهم إذا زاد معدل التضخم وكان هناك توقع بزيادة الأرباح الموزعة ، أو انخفاض نسبة الخصم الي تخصم به هذه الأرباح ، والعكس صحيح إذا تنبأ المستثمرون أن الأرباح الموزعة سوف تتخفص مما يؤدي إلى انخفاض أسعار الأسهم وزيادة معدل التضخم<sup>(٢)</sup> ، ولكن ليس دائماً حيث يجب الأخذ بنظر الاعتبار أسباب التضخم فقد يستفيد من ذلك شريحة من رجال الأعمال والمستثمرين لأنه قد يكون سبب رفع الأسعار هو رفع أرباحهم .

---

(١) المرجع ذاته، ص ٤٧ .

(٢) عبد المعطي ارشيد ، "محددات أسعار الأسهم في بورصة عمان" ، مرجع سابق ، ص ٢٠٧ .

## الفصل الثالث

### بورصة عمان

المبحث الأول : نشأة البورصة وعضويتها وأهدافها  
المبحث الثاني : هيكل وإطار السوق المالية الأردنية

## الفصل الثالث

### بورصة عمان

#### المقدمة:

تعد الأسواق المالية في الوقت الحاضر من المتطلبات الأساسية والضرورية لتحقيق التطور والتقدم الاقتصادي والمالي ، فالأسواق المالية تؤدي دورا (محوريا وهاما) ووظيفة اقتصادية رئيسية إذ تمثل نقطة الاتصال بين الأفراد والمؤسسات من خلال حشد المدخرات وتحويلها إلى استثمارات تسهم في التنمية الاقتصادية للدول.

وتبرز أهمية السوق المالي في خدمة الاقتصاد الوطني بصورة أساسية في البلدان التي يتقلص فيها تدريجيا دور القطاع العام ، وبالتالي إعطاء دورا هاما للقطاع الخاص الذي لن يكتب له النجاح ربما في ظل غياب أو عدم وجود السوق المالي ، فمشاركة القطاع الخاص في النشاط الاقتصادي يتطلب تكوين الشركات التي أنشئت حديثا والتي تحتاج إلى رأس مال أو زيادة في رأس مال بعض الشركات القائمة وذلك يحتاج إلى سوق مالي.

والسوق المالي عبارة عن أداة تمكن الوحدات الاقتصادية من الاتصال ببعضها البعض وبالتالي جمع أو الإلمام بكافة المعلومات والبيانات المتعلقة بالأموال ، أي الإطار الذي يجمع بين بائعي ومشتري تلك الأوراق، وذلك بغض النظر عن الوسيلة التي تتحقق بها هذا المكان الذي سيتم الاجتماع فيه لكن بشرط توفر قنوات اتصال فعالة في ما بين المتعاملين في السوق المالي ، ويتم التعامل في السوق ببيع وشراء الأوراق المالية ويقصد بالأوراق المالية تلك الأوراق التي تصدر كإصدار جديد وتباع لأول مرة أو سبق أن أصدرت وأعيد بيعها مثل الأسهم والسندات. ونظرا لأهمية الأسواق المالية فقد أوصيت خطة التنمية الاقتصادية (١٩٧٦-١٩٨٠) بضرورة الإسراع في إنشاء سوق عمان المالي ، وبناء عليه تم تأسيس سوق عمان المالي عام ١٩٧٦، وياشر السوق أعماله في مطلع عام ١٩٧٨. بعد ذلك ظل سوق عمان المالي يشهد تحولات كبيرة في صناعة الأوراق المالية إلى أن صدر قانون الأوراق المالية في الأردن عام ١٩٩٧ وتم بموجبه إنشاء هيئة الأوراق المالية كخلف قانوني لسوق عمان المالي وأصبحت الجهة التي تتولى عمليات التشريع والإشراف والرقابة .

## المبحث الأول

### نشأة البورصة وعضويتها وأهدافها

تؤدي بورصة الأوراق المالية دوراً هاماً ووظيفة اقتصادية رئيسية وذلك عن طريق حشد المدخرات وتشجيعها للاستثمار في الوحدات الإنتاجية بسبب السيولة التي توفرها البورصة لحملة الأسهم ، كما أن البورصة في كثير من الأحيان تقود عملية التنمية الاقتصادية وتكون مؤشراً للأحوال الاقتصادية في البلد ومرآة عاكسة لما يتم داخل الاقتصاد الأمر الذي يعطي الإدارة الاقتصادية في ذلك البلد فرصة اتخاذ بعض الاجراءات الاقتصادية لمعالجة أي خطر يتعرض له الاقتصاد الوطني .

#### أولاً : نشأة البورصة وعضويتها :

بدأ إنشاء الشركات المساهمة العامة في الأردن في أوائل عقد الثلاثينات، وكان البنك العربي أول هذه الشركات حيث تم تأسيسه عام ١٩٣٠، تلا ذلك تأسيس شركة التبغ والسجائر عام ١٩٣١، ثم شركة الكهرباء الأردنية عام ١٩٣٨، وشركة مصانع الإسمنت الأردنية عام ١٩٥١، ونظراً لغياب سوق منظم كان التداول بأسهم هذه الشركات يتم من خلال مكاتب غير متخصصة<sup>(١٢)</sup>.

ولقد أدى غياب سوق منظم لتداول أسهم هذه الشركات أو السندات الحكومية ، إلى التفكير جدياً بإنشاء سوق للأوراق المالية ودعت خطط التنمية الاقتصادية المتعاقبة لإنشاء مثل هذا السوق، ولحسم ذلك أعد البنك المركزي الأردني دراسات حول إنشاء هذا السوق وتبيان مدى الحاجة إليه ، وذلك بالتعاون مع مؤسسة التمويل الدولية (IFC) التابعة للبنك الدولي ، وقد بينت الدراسات أن حجم الاقتصاد الوطني ومساهمة القطاع الخاص فيه من خلال الشركات المساهمة العامة، وتوزيع المساهمة في هذه الشركات على عدد كبير من المستثمرين يبرر إنشاء هذه المؤسسة أو السوق وأن من المتوقع لها أن تساهم في التطور الاقتصادي وتعزيز نشاطه<sup>(١٣)</sup>.

(١) محمد عقلة عبد الرحمن الرواشدة، " السياسة النقدية غير المباشرة وأثرها على عوائد الأسهم"، رسالة غير منشورة، الدراسات العليا، الجامعة الأردنية، عمان، ١٩٩٩، ص ٢٨.

(١) صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات الأسواق المالية العربية، الأسواق المالية العربية المشاركة في القاعدة نشأتها وتطورها، عدد خاص، ١٩٩٧، ص ٥.

ونتيجة لذلك تم تأسيس سوق عمان المالي بموجب القانون المؤقت رقم (٣١) لسنة ١٩٧٦ وضمن هذا الإطار تم تشكيل لجنة إدارة السوق بقرار من مجلس الوزراء بتاريخ ١٦/٣/١٩٧٧ وبأشر السوق أعماله بتطبيق قانونه في ١/١/١٩٧٨<sup>(١٤)</sup>.

بعد ذلك ظل سوق عمان المالي يلبي احتياجات المستثمرين حتى منتصف عقد التسعينات الذي بدأ يشهد تحولات كبيرة في صياغة الأوراق المالية، إلى أن صدر قانون الأوراق المالية في الأردن عام ١٩٩٧، وتم بموجبه إنشاء هيئة الأوراق المالية كخلف قانوني لسوق عمان المالي وأصبحت الجهة التي تتولى عمليات التشريع والإشراف والرقابة<sup>(١٥)</sup>.

وأنشئت بورصة عمان في ١١ آذار ١٩٩٩ بموجب قانون الأوراق المالية كمؤسسة مستقلة إدارياً، وتدار من قبل القطاع الخاص، ولا تهدف إلى الربح، وأوكل إليها القيام بالدور التنفيذي كسوق منظم لتداول الأوراق المالية في الأردن تحت رقابة هيئة الأوراق المالية<sup>(١٦)</sup>.

كما أنشئ مركز إيداع الأوراق المالية بموجب القانون كمؤسسة مستقلة تدار من قبل القطاع الخاص وكجهة وحيدة مصرح لها بالحفظ الأمين لملكية الأوراق المالية والإشراف على عمليات التسوية والتفصيص<sup>(١٧)</sup>.

إذن يمكن تعريف السوق المالي بأنه " السوق الذي يتم فيه تداول أدوات الاستثمار المالي سواء كانت أسهم أو سندات لإتمام عملية البيع أو الشراء في ظل العمل في القوانين واللوائح والتعليمات التي تتضمن سير العملية بنجاح من أجل تحقيق عائد متوقع وتخفيض لدرجة المخاطر المحتملة من خلال توجيه المدخرات إلى استثمارات صحيحة وسليمة في السوق المنظم ضماناً لمصلحة الأطراف المتعاملة في السوق"<sup>(١٨)</sup>.

وتتكون عضوية البورصة من الوسطاء الماليين والوسطاء لحسابهم وأي جهات أخرى يحددها مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية الذين يشكلون الهيئة العامة للبورصة، ويتألف مجلس إدارة البورصة من سبعة أعضاء، عضوين يمثلان البنوك المرخصة كوسطاء والوسطاء

(١٤) المرجع ذاته، ١٩٩٧، ص ٥.

(١٥) صبري الخطيب، تقرير حول أداء بورصة عمان، غرفة تجارة عمان، إدارة الدراسات والتدريب، ٢٠٠٦، ص ٣.

(١٦) [www.Amman.exchangestock,18.8.06.T.8.30.com](http://www.Amman.exchangestock,18.8.06.T.8.30.com).

(١٧) صبري الخطيب، مرجع سابق، ص ٤.

(١٨) أحمد زكريا صيام، مبادئ الاستثمار، عمان: دار المناهج للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، ١٩٩٧، ص ٣٦.

المملوكين من قبل البنوك أو التابعين لها، عضوين يمثلان الوسطاء من غير البنوك ثلاثة أعضاء من القطاع الخاص من ذوي الخبرة في المجالات القانونية والمالية والاقتصادية يعينهم مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية<sup>(١٩)</sup>.

### ثانياً: أهداف سوق عمان المالي :

يمكن تلخيص أهداف سوق عمان المالي بما يلي<sup>(٢٠)</sup>:

- ١- تنمية وتوجيه المدخرات الوطنية من خلال الاستثمار في الأوراق المالية لخدمة الاقتصاد الوطني.
- ٢- تنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل بها بطريقة تكفل سلامة هذا التعامل وسهولته وسرعته.
- ٣- المساهمة في حشد رؤوس الأموال وتوزيعها على بدائل الاستثمار المختلفة الأكثر إنتاجية.
- ٤- إتاحة الفرصة أمام المستثمرين للمشاركة في تنمية القطاع الخاص من خلال الأوراق المالية المختلفة.
- ٥- المساهمة في رفع مستوى المعيشة بشكل عام وتحقيق التنمية الاقتصادية.
- ٦- جمع الإحصائيات والمعلومات اللازمة ونشرها تحقيقاً للغايات المذكورة أعلاه.

وفي هذا الإطار يسعى سوق عمان المالي إلى تحقيق الأغراض التالية<sup>(٢١)</sup>:

١- توفير السيولة الكافية لكل من المدخر والمستثمر، فبالنسبة للمدخر الذي قد يرغب في الاستغناء عن استثماراته أو تنويعها، فإن وجود سوق مالي يسهل عليه بيع أوراقه المالية بسعر معقول وبسهولة كبيرة، كما أن وجود سوق مالي محلي يمكن الشركات القائمة والحديثة من استقطاب رؤوس الأموال إليها عن طريق نشر مستمر لمعلوماتها وبيانات أسعار أسهمها المدرجة أو التي ستدرج في السوق.

٢- نشر أسعار التداول يوميا مما يحول دون إلحاق الغبن بأي جهة سواء المستثمرين أو المدخرين كما يقوم السوق بتوفير الآلية والمكان اللذين يستطيع من خلالهما الوسيط المعتمد أن يعلن لجميع المتعاملين بوضوح تام أوامر عملائه بيعاً أو شراءً. وبذلك يتعامل الجميع على قدر المساواة من

(2) [www.Amman.exchangestock.19.8.06.T8.30.com](http://www.Amman.exchangestock.19.8.06.T8.30.com)

(٣) عبد النافع الزرري وغازي فرح ، الأسواق المالية ، عمان : دار وائل للنشر، الطبعة الأولى، ٢٠٠١، ص ١٣٣.

(١) صندوق النقد العربي، الأسواق المالية العربية المشاركة في القاعدة: نشأتها وتطورها ، مرجع سابق ، ص ٥.



حيث النوعية والتوقيت مما يؤدي إلى خلق الثقة بين المتعاملين، وفي سبيل ذلك، وفر سوق عمان المالي مكاناً في قاعته مخصصاً للمشاهدين المهتمين بأعمال التداول في السوق.

٣- المساهمة في تطوير سوق رأس المال في الأردن بالتعاون مع المؤسسات المعنية عن طريق السعي إلى (٢٢):

أ- تطوير خدمات الوساطة المالية بشتى أنواعها وذلك من خلال تشجيع شركات الوساطة على القيام بدور نشيط في عمليات تداول الأوراق المالية في السوق الثانوي، وكذلك عمليات التوزيع والتغطية في السوق الأولى، إضافة إلى تقديم المشورة المالية إلى جمهور المدخرين والمستثمرين.  
ب- تطوير وتنويع أساليب تمويل الشركات والمؤسسات العامة، بدلا من اللجوء في كافة الحالات إلى إصدار أسهم لزيادة رؤوس أموال الشركات.

ج- إجراء الدراسات والأبحاث المقرونة بالإحصائيات والنشرات عن الشركات المساهمة العامة بحيث يظهر عدد المساهمين وفئاتهم وتوزيعهم بين القطاعات الاقتصادية المختلفة.

ويعمل السوق على توفير المصادر المالية اللازمة للتنمية الاقتصادية فعندما يتم إصدار أسهم أو سندات جديدة فإن المستثمر الذي يكتتب بهذه الأسهم والسندات يعد أحد مصادر التمويل للسوق، أما بالنسبة للأوراق المالية القائمة فإن التداول بها يؤدي إلى دخول مستثمرين جدد إلى السوق وخروج بعض المستثمرين وكثيرا ما يتجه الخارجون من السوق إلى الاستثمار في مشاريع أخرى ، مما يؤدي إلى تنشيط الاقتصاد بشكل عام وتوفير التمويل اللازم لكافة القطاعات (٢٣).

ويساعد سوق عمان المالي على تنمية مدخرات الأفراد وتوجيهها لخدمة الاقتصاد الوطني، فالمدخر يهدف من الاستثمار إلى تحقيق الربح فيبحث عن الشركة الناجحة التي تحقق له هذا الهدف، وبالتالي يتم دعم الشركات الناجحة وتوفير التمويل اللازم بالتكلفة الأقل ليتزايد دورها في دعم الاقتصاد الوطني وتنميته، وإخراج الشركات المتعثرة من السوق والتي تعد عبئا على الاقتصاد (٢٤).

(٢) محمد عقلة عبد الرحمن الرواشدة، " السياسة النقدية غير المباشرة وأثرها على عوائد الأسهم"، مرجع سابق، ص ٢٩.

(١) محمود فلاح الرفاعي، " أثر المتغيرات الاقتصادية على أسعار الأسهم وحجم التداول في سوق عمان المالي"، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة آل البيت، عمان، ١٩٩٩، ص ١١.

(٢) المرجع ذاته، ص ١١.

ويقوم سوق عمان المالي على توفير المناخ الملائم لاستقطاب الاستثمارات الأجنبية، فالمستثمرين الأجانب يحاولون عادة التركيز على الاستثمارات الإنتاجية الضخمة في الدول النامية والتي تعمل بشكل كبير على نقل التكنولوجيا والمعرفة إلى الكثير من الصناعات والقطاعات المختلفة، كما يهتم المستثمر الأجنبي بالشركات التي تعطي الاهتمام والأولوية لمشاريع البحث والتطوير، لذلك أصبح الاستثمار عن طريق الأسواق المالية أمراً بديلاً للاستثمار المباشر لرؤوس الأموال الأجنبية<sup>(٢٥)</sup>.

وظهرت أهمية وجود سوق عمان المالي عندما بدأ الأردن بتنفيذ برامج الإصلاح الاقتصادية التي من أهمها خصخصة المؤسسات العامة، فالسوق المالي يمثل أفضل وسيلة لتوفير الأموال اللازمة لخصخصة هذه المؤسسات من خلال بيعها على شكل أسهم تطرح للاكتتاب العام<sup>(٢٦)</sup>.

---

(٢) هشام غرابية ورتاب خوري، " الأسواق المالية في الدول النامية، تطوراتها وأهميتها"، مجلة أبحاث اليرموك، المجلد ١٠، العدد ٣، ١٩٩٤، ص ٤٢٧.

(١) Mohamed El-Erian and Manmohans Kumar, " Emerging Equity Markets in Middle Eastern Countries", International Monetary Fund. IMF Staff Papers, vol. 42, No 2, 1995, P. 337..

## المبحث الثاني : هيكل واطار السوق المالية الأردنية

تعتبر بورصة عمان للأوراق المالية من أكثر أسواق المنطقة العربية تطوراً وتنظيماً ، كما تعتبر انشاءها من الخطوات البارزة في تطور الجهاز المالي في الأردن ومن خلاله تم استغلال الموارد المالية المتاحة بشكل أفضل من خلال تجميع المدخرات المحلية والأجنبية نحو المشاريع الأكثر إنتاجية ، وفي هذا المبحث سيتم تناول تقسيمات السوق الأردنية ثم التطرق إلى الاطار المؤسسي لبورصة عمان .

### أولاً : هيكل السوق المالية

إن العمل داخل الأسواق المالية يتم بداية من خلال قيام مصدري الأوراق المالية بعرض أوراقهم على المدخرين للاكتتاب بها. وتحقيق هذا اللقاء بين مصدري الأوراق المالية والمدخرين وهو ما يمثل الدورة المالية الأولى من خلال ما يسمى بالسوق الأولي، أو سوق الإصدار Primary<sup>(٢٧)</sup>.

يلي ذلك خطوة أخرى تتمثل في قيام بعض حاملي تلك الأوراق المالية ببيع هذه الأوراق سواء لحاجاتهم لسيولة نقدية ، أو لإعادة استثمار أموالهم في استثمارات بديلة ، وهذا ما يخلق دورة مالية ثانية للأوراق المالية تعرف باسم السوق الثانوي أو سوق التداول Secondary Market<sup>(٢٨)</sup>.

ولذلك فإن سوق عمان المالي ينقسم إلى نوعين:

### ١- السوق الأولي ( أو سوق الإصدار):

يتعامل هذا السوق في الأوراق المالية طويلة الأجل (الأسهم العادية، السندات... الخ) التي تصدرها المنشآت والمؤسسات والوحدات الاقتصادية لأول مرة بغرض الحصول على الأموال لتمويل احتياجاتها المالية وتتمثل الإصدارات في هذه السوق في إصدارات الأسهم التي تطرحها الشركات المساهمة للاكتتاب عند تأسيسها أو الأسهم التي تطرحها الشركات القائمة من أجل زيادة رؤوس أموالها بالإضافة إلى السندات سواء كانت صادرة عن شركات أو عن شخصية من

(٢٧) عبد الغفار حنفي ورسمية قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية، كلية التجارة، الإسكندرية : جامعة

الإسكندرية، الدار الجامعية ، ٢٠٠٤، ص ٢٨٠.

(٢٨) المرجع ذاته، ص ٢٨٠.

الشخصيات الاعتبارية التي يحق لها الإصدار<sup>(٢٩)</sup>، ويتم بتسعير هذه الإصدارات من خلال لجنة خاصة تسمى لجنة الإصدارات تضم في عضويتها قطاعات اقتصادية مختلفة<sup>(٣٠)</sup>.

## ٢- السوق الثانوي (أو سوق التداول):

يقصد بالسوق الثانوي هو السوق الذي تتداول فيها الأوراق المالية بعد إصدارها، أي بعد توزيعها بواسطة بنوك الاستثمار<sup>(٣١)</sup>، وينقسم السوق الثانوي إلى أربعة أسواق فرعية هي: السوق الموازية، السوق النظامية، سوق السندات، والتحويلات خارج القاعة.

### أ- السوق الموازي:

وهي السوق التي تتيح الفرص أمام الشركات حديثة التأسيس لتداول أسهمها بشكل منظم وعادل ويجري ذلك من خلال الدائرة القانونية في السوق وذلك بعد مضي اثني عشر شهرا على الأقل من تاريخ حق الشروع في العمل ، إلى أن تحقق هذه الشركات شروط التسجيل في السوق النظامي ، منها نشر تقريرين ماليين سنويين على الأقل ، وبهذا توفر هذه السوق السيولة اللازمة لأسهم الشركات المسجلة<sup>(٣٢)</sup>.

ويمكن اعتبار السوق الموازي على أنها سوق تحضيرية وتمهيدية للشركات ذات المساهمة العامة التي تسعى لتسجيل أوراقها المالية على لوائح السوق النظامية ، وقد تم استحداث السوق الموازية في بداية الثمانينات نتيجة لزيادة الطلب على الأسهم في تلك الفترة والتي تمثلت في ارتفاع حجم التداول في السوق النظامي، الأمر الذي أدى إلى اختلال التوازن بين كمية الأسهم المعروضة والطلب عليها في السوق النظامية ، مما أتاح الفرصة لتغطية فائض الطلب عن طريق عرض الأسهم في السوق الموازية<sup>(٣٣)</sup>.

### ب- السوق النظامي (البورصة):

(١) محمد صالح الحناوي جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، كلية التجارة، الإسكندرية : جامعة الإسكندرية ، الدار الجامعية ، ٢٠٠٢، ص ٢٦.

(٢) طاهر حيدر حردان ، مبادئ الاستثمار، عمان : دار المستقبل للنشر والتوزيع ، ١٩٩٧، ص ١٨٧.

(٣) منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، كلية التجارة، الإسكندرية: جامعة طنطا، منشأة المعارف، ١٩٩٩، ص ٩٤.

(٤) عبد النافع الزرري وغازي فرح، مرجع سابق، ص ١٣٦.

(١) طاهر حردان، مبادئ الاستثمار، مرجع سابق، ص ١٨٩.

يتم تداول أسهم الشركات المسجلة في هذه السوق ، وقد نمت هذه السوق بشكل كبير منذ أن باشرت أعمالها لمواجهة الطلب المتزايد على الأوراق المالية في الأردن ، وتخضع هذه السوق لتغييرات نوعية في العديد من المجالات التنظيمية والتقنية ، وكان السوق حتى عام ١٩٩٩ يجمع بين سوق تداول تلك الأوراق المالية (البورصة) وبين الهيئة المنظمة المسؤولة عن تداول تلك الأوراق المالية ، ومنذ بداية عام ٢٠٠٠ فقد أصبح هناك هيئتين مستقلتين هما: هيئة الأوراق المالية (الهيئة المنظمة) والبورصة<sup>(٣٤)</sup>.

وتعتبر هذه السوق جزء من السوق الثانوية حيث تتميز بوجود مكان محدد يلتقي فيه المتعاملين بالبيع أو الشراء ، وأن التعامل في الأوراق المالية يتطلب ضرورة أن تكون هذه الأوراق مسجلة بتلك السوق<sup>(٣٥)</sup>.

على الشركة المساهمة التي ترغب في إدراج أسهمها في البورصة تقديم طلب إلى هيئة البورصة ، وترفق في هذا الطلب جميع الوثائق والمستندات الثبوتية المطلوبة ، وتقوم اللجنة الخاصة في هيئة البورصة بدراسة من أجل اتخاذ قرار بشأن الموافقة على الإدراج أو عدمه. وتتمثل الشروط ومتطلبات إدراج أسهم الشركات المساهمة في بورصة عمان بما يلي<sup>(٣٦)</sup>:

- ١- أن يكون قد مضى عام كامل على إدراج أسهم الشركة في السوق الموازي .
- ٢- أن لا يقل عدد المساهمين عن ١٠٠ مساهم .
- ٣- أن تكون الشركة قد بدأت بممارسة نشاطها الطبيعي فعلا ، وأن تكون قد حققت أرباحا صافية قبل الضريبة خلال السنة المالية السابقة لطلب الإدراج .
- ٤- أن لا يقل صافي حقوق المساهمين في السنة المالية التي تسبق طلب الإدراج عن ١٠٠% من رأس المال المدفوع .
- ٥- على الشركة تقديم التقرير السنوي الذي يظهر الميزانية العامة لها في نهاية السنة المالية وكذلك الحسابات الختامية وتقرير مدقق الحسابات وأي بيانات إيضاحية أخرى متعلقة بتلك السنة .

(٣٤) عبد الزرري وفرح، الأسواق المالية، مرجع سابق، ص ١٣٧.

(٣٥) عبد الغفار حنفي ورسمية قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية، مرجع سابق، ص ٢٨٣.

(٣٦) الزرري و فرح ، مرجع سابق ، ص ١٤٥ .

٦- قيام الشركة بنشر البيانات (الميزانية وقائمة الدخل) في صحيفتين يوميتين ولمرة واحدة على الأقل .

٧- أن يكون قد تم تداول ١٠% على الأقل من مجموع الأسهم المكتتب بها خلال عام كامل في السوق الموازي وأن لا يقل عدد تداول أسهم الشركة عن ثلاثين يوماً .

#### ج- التحويلات خارج القاعة:

تتكون التحويلات خارج القاعة من التحويلات العائلية للأسهم والسندات التي تجري بين أفراد العائلة من الدرجة الأولى حتى الثالثة ، بالإضافة إلى التحويلات الإرثية وتحويلات خارج المملكة وتحويلات الشركات غير المسجلة في السوق النظامي.

وتتم هذه التحويلات عادة من خلال الدائرة القانونية وفي معظم الحالات تكون العمولة التي تتقاضاها هذه السوق أقل من تلك المحددة للتحويلات أو التعاملات داخل القاعة (٣٧).

#### د- سوق السندات:

يتعامل هذا السوق مع سندات التنمية وإسناد القرض بالإضافة إلى سندات وأذونات الخزنة، وتتراوح تاريخ استحقاق هذه السندات من ثلاث إلى عشر سنوات ، وتجدر الإشارة إلى أن سوق السندات في سوق عمان المالي يعتبر سوقاً ضيقاً من حيث حجم التداول لها، ويرجع السبب في ذلك إلى عدم تنوع السندات وانخفاض العائد عليها (٣٨).

#### ثانياً : الإطار التشريعي والمؤسسي لسوق عمان المالي :

##### أ- الإطار التشريعي:

يشمل الإطار التشريعي الذي يحكم سوق الأوراق المالية مجموعة من القوانين والتشريعات بالإضافة إلى الأنظمة التي تحكم سوق رأس المال ولعل من أهم التشريعات المرتبطة بسوق الأوراق المالية في الأردن كل من قانوني سوق عمان المالي وقانون الشركات (٣٩).

فقانون سوق عمان المالي يتضمن الملامح الرئيسية المتعلقة بالاستثمار في سوق الأوراق المالية مما يحقق الأهداف التي أنشئ السوق من أجلها ، أما قانون الشركات فينظم قيام الشركات

(١) طاهر حردان ، مبادئ الاستثمار، مرجع سابق ، ص ١٩٠ - ١٩١.

(٢) الزرري وفرح ، الأسواق المالية، مرجع سابق ، ص ١٣٧.

(٣) صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات الأسواق المالية العربية، مرجع سابق، ص ٦.

بمختلف أنواعها بما في ذلك الشركات الخاصة والشركات المساهمة العامة ، فبالنسبة للشركات المساهمة العامة ينظم هذا القانون إجراءات تأسيسها ورؤوس أموالها وملكيته وتداول أسهمها في السوق المالي ، كما يحدد القانون اجتماعات هيئاتها العامة وحساباتها بالإضافة إلى جميع القضايا المتعلقة بتحويلها واندماجها وتصفيته وحلها ، وبموجب هذا القانون تلتزم الشركات المساهمة العامة بتزويد السوق بكافة المعلومات التي تؤثر على أوضاعها بالإضافة لميزانياتها ومراكزها المالية وأية معلومات تؤثر على أسعار أسهمها ، بغرض إطلاع المتعاملين في السوق عليها ، كما يمنع القانون التعامل بالأسهم على أساس استغلال معلومات داخلية وذلك بهدف توفير العدالة لجميع المتعاملين<sup>(٤٠)</sup>.

#### ب- الإطار المؤسسي:

يقوم سوق عمان المالي بدور البورصة بمفهومها التقليدي وكذلك دور هيئة الرقابة أو الهيئة المنظمة لتداول الأوراق المالية.

أما عن دور سوق عمان المالي كبورصة للأوراق المالية فيتمثل هذا الدور بقيام السوق بأعمال البورصة (Stock Exchange) وتوفير الخدمات الخاصة بها سواء ما يتعلق بتوفير قاعة مناسبة للتداول أو بنشر المعلومات والأسعار عن عمليات تداول الأوراق المالية للشركات المدرجة لديه بصورة مستمرة.

وأما دور سوق عمان المالي كهيئة منظمة لتداول الأوراق المالية فهو يعمل كهيئة رقابية (SEC) تشرف على المعلومات المنشورة من قبل الشركات المساهمة العامة المدرجة سواء في مرحلة الإصدار الأولى أو ما يتلوها من إصدارات لاحقة ، وفي هذا الإطار يضطلع السوق بمهمة الرقابة على عمليات التداول داخل قاعة التداول والتأكد من حصول المتعاملين على أفضل الأسعار<sup>(٤١)</sup>.

(٢) محمد عقلة الرواشدة، السياسة النقدية غير المباشرة وأثرها على عوائد الأسهم، مرجع سابق، ص ٣٣.

(١) صندوق النقد العربي، الأسواق المالية العربية المشاركة في القاعدة: نشأتها وتطورها، مرجع سابق، ص ٦.

### ثالثاً: آلية العمل وإجراءات التداول:

تتم عمليات بيع وشراء الأوراق المالية في سوق عمان المالي من خلال وسطاء السوق وتشمل الخطوات التالية<sup>(٢)</sup>:

- أ- قيام المتعامل بتفويض أحد الوسطاء المعتمدين لدى السوق لشراء أو بيع الأسهم نيابة عنه.
- ب- يسجل الوسيط أوامر عملائه بالشراء أو البيع على جانبي لوائح السوق المخصصة للشراء أو البيع مع كتابة رمزه وعدد الوحدات التي يريد شراءها أو بيعها مع تحديد الأسعار بناء على تعليمات عملائه.
- ج- يشطب أحد الوسطاء الطلب المسجل من وسيط آخر، وبذلك يكون قد قبل بشراء أو بيع الأسهم المعينة، معلناً بذلك عن تنفيذ عقد البيع أو الشراء.
- د- يتم تسجيل المعاملة في النموذج المعد لذلك والمكون من ثلاث نسخ والذي يبين اسم الشركة المتداول أسهمها وعدد الأسهم قيد التعامل وسعرها واسمي الوسيطين المتعاملين، بعد التوقيع على العقد من قبل الطرفين يتم ختمه في الساعة الموجودة داخل القاعة لتسجيل وقت إبرام العقد.
- هـ- يتم تسليم نسخة من العقد إلى موظفي السوق المعنيين ويحتفظ الوسيطان بنسخة لكل منهما.

(٢) محمد الرواشدة، مرجع سابق، ص ٣٨.



## الفصل الرابع

واقع الشركات الصناعية في بورصة عمان  
ومقاييس عوائد الأسهم

## المقدمة :

كان القطاع الصناعي بسيطاً ولم يكن له أهمية كبيرة في الاقتصاد الأردني قبل عام ١٩٥٠ إذ كان هذا القطاع يتشكل من عدد قليل من الصناعات التي تؤدي أعمالاً حرفية بسيطة ، لأن اهتمام الناس كان منصباً على الزراعة ، لذا فقد أخذت الحكومة على عاتقها النهوض بالقطاع الصناعي مع بداية الخمسينات سواء بالطرق المباشرة أي بتأسيس بعض الصناعات الكبيرة بمشاركة القطاع الخاص ، مثل صناعة الإسمنت والفسفات أو بطرق غير مباشرة وذلك من خلال إنشاء مؤسسات إقراض متخصصة كبنك الإنماء الصناعي الذي تأسس سنة ١٩٦٥ ، أو من خلال سن القوانين التي تدعم الصناعة .

وخلال عقد الثمانينات وأوائل التسعينيات خطت الصناعة الأردنية خطوات ملموسة وخاصة بعد حرب الخليج ونزوح أعداد كبيرة من المغتربين وعودتهم للأردن وبحوزتهم فوائض نقدية كبيرة تبحث عن فرص استثمارية مجدية ، إضافة إلى التطورات التي حدثت على بعض القوانين والإجراءات الحكومية المتعلقة بتشجيع الصناعة وأهمها قانون تشجيع الاستثمار وتعديلاته ، وما ينتظر أن يطرأ على هذا القانون من تعديلات قد تساهم في تخفيف الإجراءات المعوقة للصناعة .

وتبدو أهمية قطاع الصناعة في أي بلد من أنها تعد الدعامة الرئيسية للاقتصاد ، إذ باطراد تقدمها يمكن ضمان استمرارية التقدم الاقتصادي وإذا كانت تلك هي أهمية الصناعة بصفة عامة ، فإن الصناعة في الدول النامية بصفة عامة وفي الأردن بصفة خاصة تكتسب أهمية منفردة من حيث ضرورة العناية بها وتوجيه الجهود الدائبة لدعمها وتنميتها ، وتوفير التمويل اللازم لها نظراً لتوافر رأس المال البشري وارتفاع عدد العاملين والمؤهلين أكاديمياً مقارنة بأمثالهم من الدول الأخرى، على الرغم من شح الموارد المالية والطبيعية ، ومما لاشك فيه أن عملية التنمية الصناعية في بلد ما تتطلب توفير التمويل اللازم للمشروعات الصناعية الجديدة، ويستحوذ موضوع توفير رأس المال اللازم لعملية التنمية على أهمية كبيرة في الدراسات الاقتصادية ، وخاصة في مجال الصناعة من حيث العمل على خلق المؤسسات والبحث عن الأساليب والصيغ المناسبة التي تساعد على تعبئة المدخرات وتحويلها إلى رأس مال قابل للاستثمار في المجالات المختلفة وخاصة القطاع الصناعي .

وتعتبر عوائد أسهم الشركات الصناعية الأردنية من عوامل جذب المستثمرين للاستثمار في بورصة عمان حيث كلما زادت هذه العوائد سوف يؤدي إلى حدوث زيادة في أعداد الراغبين للدخول للاستثمار في قطاع الصناعة .

وفي هذا الفصل تم الإشارة إلى مبحثين حيث يتناول المبحث الأول واقع الشركات الصناعية في بورصة عمان ويتضمن نشأة القطاع الصناعي وأهميته وأهم المعوقات أو التحديات التي تواجه هذا القطاع وتطور الشركات الصناعية الأردنية (عينة الدراسة) ، والمبحث الثاني يتناول مقاييس عوائد الأسهم .

## المبحث الأول

### واقع الشركات الصناعية في بورصة عمان

إن الشركات الصناعية المساهمة العامة تحتل المرتبة الأولى بين كافة الشركات المساهمة العامة حيث يعتبر قطاع الصناعة في الأردن من أكثر القطاعات تزايداً ونموً ، وعلى الرغم من وجود الصعوبات سواء ما كان منها خارجياً أو داخلياً فقد حقق قطاع الصناعة قفزات واسعة من التقدم والتطور الملموسين خلال السنوات الماضية ، حيث كان فيها رافداً مهماً للاقتصاد الوطني ، وسيتم في هذا المبحث التطرق إلى نشأة القطاع الصناعي وأهميته ، وأهم التحديات التي يواجهها القطاع الصناعي ، وتطور الشركات الصناعية الأردنية (عينة الدراسة) .

#### أولاً : نشأة قطاع الصناعة وأهميته :

نشأة قطاع الصناعة ومشاركته في الاقتصاد الأردني ليست حديثة ، وهي تمتد في جذورها إلى الأيام الأولى لتأسيس الإمارة ثم المملكة في أيار سنة ١٩٥٤ ، وقد تم في سنة ١٩٣٨ تكوين أول شركة لتوليد وتوزيع الكهرباء ، وجرى في أواخر الأربعينيات إنشاء شركة التبغ والسجائر الأردنية ، وشهدت فترة الخمسينيات انطلاقة قياسية للصناعة ومنها تأسيس شركة مصانع الإسمنت ، وشركة مصفاة البترول ، وتطوير وتوسيع شركة مناجم الفوسفات التي بدأت أعمالها الأولية قبل ذلك ، وفي هذا العقد أعلن عن تكوين شركة البوتاس ثم صناعة الألبسة والأثاث والدباغة والأحذية الى جانب مئات المشاغل والمحاجر والمرامل والخدمات المساندة للصناعة ، وكان لانتقال وهجرة العديد من الفعاليات الاقتصادية والصناعية الفلسطينية إلى الأردن بعد نكبة فلسطين سنة ١٩٤٨ تأثير ملموس في تسارع التطور الصناعي .

وقد استمر نمو الصناعة في سنوات العقود الأخرى التالية ، وإن كان بوتيرة أقل من حيث نمت بمعدلات جيدة في الفترة بين ١٩٩١-١٩٩٥ فيما نمت بمعدلات متدنية في السنوات اللاحقة وحتى الآن ، إلى جانب النمو الذي حققه في النصف الأول من الثمانينات أثناء الحرب العراقية الإيرانية حيث كان انفتاح السوق العراقي وخدمات الترانزيت والنقل إليه عاملاً محفزاً للنشاط الصناعي الأردني كما في قطاعاته الاقتصادية الأخرى<sup>(١)</sup> .

(١) أحمد النمري ، الاستثمار في الأردن فرص وآفاق ، الطبعة الأولى ، مركز دراسات الشرق الأوسط ، عمان ، ٢٠٠٢ ، ص ١١٥ .

و يتمتع الأردن بموقع استراتيجي وبأمن واستقرار متميزين في المنطقة مما يجعله مركز لجذب الاستثمارات الأجنبية والمحلية في مختلف القطاعات وخاصة القطاع الصناعي، وعلى الرغم من أن الأردن من الدول الفقيرة نسبياً بالموارد الطبيعية إلا أنه غني بالموارد البشرية<sup>(٢)</sup>. وساهم قطاع الصناعة والتعدين بحوالي ٢٢% من الناتج المحلي الاجمالي في سنة ١٩٩٢ واشتغل في هذا القطاع حوالي ١١% من الايدي العاملة في نفس السنة، كما وساهم هذا القطاع بحوالي ثلاثة ارباع الصادرات الأردنية الاجمالية<sup>(٣)</sup>.

والسلع التعدينية الرئيسية هي الفوسفات والبوتاس اما أهم السلع الصناعية فهي الاسمنت والمنتجات البترولية والاحماض الكيماوية والاسمدة وفيما عدا ذلك فإن التوجه الأساسي للصناعة فهو نحو اشباع احتياجات الاستهلاك المحلي كالاغذية والملابس والأدوية، ولكن الاهتمام ازداد مؤخراً في الصناعات الانتاجية، وخصوصاً مواد البناء كما زاد الاهتمام بتصدير السلع الصناعية وكسب مزايا نسبية في التجارة الدولية وخاصة بالنسبة لبعض السلع التعدينية والمنتجات الكيماوية والدوائية ولغرض انعاش الانتاج الصناعي فان عدداً من الصناعات المحلية شملتها الحماية منذ سنة ١٩٨٥ وخاصة بفرض رسوم جمركية على السلع النهائية وتخفيض الرسوم الجمركية على المواد الاولية والاستيرادات الوسيطة التي تستعمل كمدخلات في الصناعة المحلية<sup>(٤)</sup>.

كما تم توسيع مجال قانون تشجيع الصناعة الذي شرع عام ١٩٨٢، وجرت عليه تعديلات في سنوات لاحقة، وهذا القانون يعطي بعض الحوافز للاستثمار المحلي والاجنبي في الصناعة والتعدين من خلال اعفاءات من الضرائب والرسوم الجمركية وضوابط متساهلة في توزيع الارباح<sup>(١)</sup>.

(٢) بورصة عمان، دائرة الأبحاث والدراسات، الأردن، ٢٠٠٥.

(٣) البنك المركزي الأردني، النشرة الاحصائية الشهرية، أعداد مختلفة.

(٤) صباح محمد البديري، "الإنتاجية في الصناعة الأردنية"، مؤتة للبحوث والدراسات، المجلد ٦، العدد ٦، ١٩٩٥، ص ٣٥.

(١) المرجع ذاته، ص ٣٥.

## ثانياً : التحديات التي يواجهها قطاع الصناعة :

تعاني الصناعة الأردنية العديد من الصعوبات والمحددات والمعوقات التي نجملها فيما يلي<sup>(٢)</sup> :

١. تحدي العوامل التشريعية :

و تتعلق بسبل تطوير تشريعات الاستثمار المحلي والاجنبي والتشريعات التي تستهدف دعم الصادرات الاردنية.

٢. تحدي المعلوماتية :

إذ إن هناك نقصاً في المعلومات في حجم الطاقة المستغلة والكامنة ، وهذا يؤدي بالتالي إعاقة إتخاذ قرار مناسب حول أوجه الاستثمار المفضلة في الصناعة ، وبخاصة في مجال التوجه نحو الصناعات غير المستغلة.

٣. تحدي القوى العاملة :

هناك نقص في القوى البشرية المدربة والماهرة اللازمة لتطوير قطاع الصناعة واستغلال طاقاته.

٤. تحدي سبل التمويل :

هناك شح في موارد التمويل ، وربما يعود ذلك الى التخوف من تمويل المشروعات الصناعية بأنواعها الصغيرة والكبيرة ، وإلى غياب دراسات الجدوى اللازمة لتوجيه المستثمر الى مشروعات معينة أو تحفيزه على تمويلها.

٥. البناء التكنولوجي :

هناك ضعف واضح في البناء التكنولوجي لكثير من الصناعات الأردنية ، وهذا يظهر بوضوح في شكل تدني الانتاجية ، وضعف المقدرة التنافسية .

<sup>(2)</sup> <http://www.css-jordan.org/arabic/economic/workshopA/jorec96/INDUSTRY.1:3:07.9:00.com> .

### ثالثاً : تطور الشركات الصناعية الأردنية ( عينة الدراسة ) :

شهد عدد الشركات الصناعية تزايداً ملحوظاً منذ إنشاء السوق ، حيث ارتفع من ٤٦ شركة عام ١٩٩٠ ليصل إلى ٨٨ شركة في عام ٢٠٠٥ ، منها (٣٩) شركة مدرجة في السوق الأولي ، و(٤٩) شركة مدرجة في السوق الثاني ، وتتألف ميزانية الشركات الصناعية الأردنية من البنود التالية :

#### أ- الموجودات :

تتألف موجودات الشركات الصناعية الأردنية من بند النقدية ولدى البنوك وكذلك الاستثمارات قصيرة الأجل والبضاعة والحسابات المدينة والموجودات الثابتة .

#### ١- الموجودات المتداولة :

تتكون الموجودات المتداولة من نقدية في الصندوق ولدى البنوك وكذلك الاستثمارات قصيرة الأجل والبضاعة وفقاً لتصنيف سوق عمان المالي قبل عام ٢٠٠٠ ، وتمثل الأموال المستثمرة في العمليات قصيرة الأجل للشركة وهي الموجودات التي يمكن تحويلها إلى نقدية خلال فترة قصيرة من الزمن لا تتعدى السنة (١) .

وبالنظر إلى الجدول رقم (١) والذي يشير إلى حجم الموجودات المتداولة ونموها لدى الشركات الصناعية الأردنية ( عينة الدراسة ) حيث ارتفعت حجم الموجودات المتداولة للشركات الصناعية الأردنية (عينة الدراسة) من ٤٦٤ مليون دينار في عام ١٩٩٠ إلى ٦٦٧ مليون دينار بمعدل نمو (٣%) في عام ١٩٩٦ وهذا يدل على أن الشركات الصناعية الأردنية تحتفظ بموجودات متداولة بنسبة جيدة ، و انخفض حجم الموجودات المتداولة في عام ١٩٩٧ من ٧٢٧ مليون بمعدل نمو (٩%) إلى ٥٢٦ مليون دينار بمعدل نمو (-٢٦%) عام ١٩٩٩ ، ويعود ذلك الانخفاض إلى قيام سوق عمان المالي بإعادة تصنيف الموجودات المتداولة وفقاً لمبدأ الإفصاح المحاسبي في القوائم المالية لدى الشركات الصناعية الأردنية وقد تم تطبيقه في عام ٢٠٠٠ .

(١) سوق عمان المالي ، الأردن ، دليل الشركات المساهمة العامة الأردنية ، دائرة الدراسات والأبحاث ، عمان ، أعداد مختلفة.

## ٢- حسابات المدينة :

تمثل الحسابات المدينة أحد عناصر الأصول المتداولة وهي قيمة الديون المستحقة للشركة على الغير مقابل تقديم خدمات أو بيع بضاعة على الحساب ، وتسمح الشركات للعميل بشراء بضاعة مصنعة من قبل الشركة على الحساب في حدود معينة مقابل ضمانات معينة يتفق عليها ولفترة معينة.

ويشير الجدول إلى ارتفاع نسبة النمو للحسابات المدينة لدى الشركات الصناعية الأردنية (عينة الدراسة) حتى وصلت إلى ٣١٣ مليون دينار وبمعدل نمو ١١% في عام ١٩٩٦ م ، وهذا يدل على قيام الشركات الصناعية بالتوسع في منح العملاء بضاعة على الحساب واستمر الارتفاع حتى وصل إلى ٣١٩ مليون دينار وبمعدل نمو (٢%) في ١٩٩٨ ثم انخفض إلى ١٦٤ مليون بمعدل نمو (-٤٩%) في عام ١٩٩٩ ، ونلاحظ أن التذبذب في عملية الارتفاع والانخفاض في الحسابات المدنية راجع إلى رغبة الشركات الصناعية في رفع الحسابات المدنية أو تخفيضها وذلك تبعاً للظروف الاقتصادية الموجودة في الأردن حيث ارتفعت من ١٧٢ مليون بمعدل نمو (٥%) في عام ٢٠٠٠ إلى ٢٣٢ مليون دينار بمعدل نمو (٥٢%) في عام ٢٠٠٥.

## ٣- النقدية :

تعتبر النقدية الوسيلة التي يتم من خلالها تبادل السلع والخدمات ويشمل بند النقدية كل من النقدية الموجودة في صندوق الشركة والنقدية بالبنوك والجاهزة للوفاء بالمطلوبات القائمة على الشركة وتعتبر النقدية من أكثر الأصول المتداولة سيولة ، ووفقاً لإعادة التصنيف الذي تم اعتماده في سوق عمان المالي فقد تم الإفصاح عن الأرصدة النقدية في عام ٢٠٠٠ كبنء مستقل ضمن القوائم المالية للشركات الصناعية.

ويشير الجدول (١) أن حجم الأرصدة النقدية لدى الشركات الصناعية الأردنية ، بلغ ٦٢ مليون دينار في عام ٢٠٠٠ ، ويعود الانخفاض في حجم النقدية في الأعوام ٢٠٠١-٢٠٠٢ من ٥٣ مليون إلى ٥٠ مليون وبمعدلات نمو (-١٥%) (-٦%) إلى ارتفاع معدل النمو لدى حسابات أخرى في هيكل الموجودات ، فقد ارتفعت البضاعة مثلاً في عام ٢٠٠١-٢٠٠٢ بمعدل نمو (٧%) (٩%) على التوالي ، كما لاحظنا ارتفاع النقدية من ٦٩ مليون بمعدل نمو (٣٨%) عام ٢٠٠٣ إلى ١٢٠ مليون بمعدل نمو (٧٤%) في عام ٢٠٠٤ وبقي حجم النقدية مستقرأً بحدود ١٢١ مليون دينار بمعدل نمو (١%) في عام ٢٠٠٥.



#### ٤- الاستثمارات قصيرة الأجل :

يتوفر أحياناً لدى بعض الشركات نقدية فائضة عن حاجتها لفترة زمنية قصيرة ، وبدلاً من إبقاء هذه النقدية معطلة يتم استثمارها عن طريق شراء أسهم وسندات شركات أخرى .

بلغت الاستثمارات قصيرة الأجل ٣ مليون دينار في عام ٢٠٠١ وارتفعت حتى وصلت ٤ مليون دينار في ٢٠٠٥ وهذا مؤشر على أن الشركات الصناعية الأردنية (عينة الدراسة) لا تولي اهتمام كبير في الاستثمارات قصيرة الأجل حيث تعتبر هذه الاستثمارات القصيرة من الموجودات شبه السائلة التي تأتي بعد النقدية وبالتالي فإن الشركات الصناعية تقوم بتشغيل واستثمار مواردها باستثمارات طويلة الأجل لتحقيق ربحية وهو دلالة على أن الشركات الصناعية تقوم على تشغيل مواردها واستثمارها في الموجودات الثابتة التي تساعد في تطوير صناعاتها وأعمالها.

#### ٥- حساب البضاعة :

تتكون البضاعة في الشركات الصناعية من ثلاث عناصر أساسية وهي المواد الخام والتي تحتفظ به الشركات في مخازن بغرض استخدامها في عملية التصنيع ، وبضاعة تحت التشغيل والبضاعة تامة الصنع .

بلغت البضاعة الموجودة لدى الشركات الصناعية الأردنية (عينة الدراسة) ٢٤٠ مليون دينار في عام ٢٠٠٠ وارتفعت حتى وصلت ٢٥٦ مليون دينار بمعدل نمو (٧%) في عام ٢٠٠١ ثم عادت وانخفضت إلى ٢٣٥ مليون دينار بمعدل نمو (-١٦%) لعام ٢٠٠٣ ثم ارتفعت من ٢٦٥ مليون دينار بمعدل نمو (١٣%) في عام ٢٠٠٤ إلى ٣٦٣ مليون دينار بمعدل نمو (٣٧%) في عام ٢٠٠٥ ، ونلاحظ أن التذبذب في ارتفاع حجم ونمو البضاعة من عام ٢٠٠٠ إلى عام ٢٠٠٥ راجع إلى الظروف الاقتصادية التي يمر بها الأردن والذي يعتبر قطاع الصناعة من أهم القطاعات التي تتأثر بالعوامل السياسية والاقتصادية التي تتأثر بها المنطقة ، منها ارتفاع معدلات التضخم و انخفاض القدرة التصديرية وارتفاع اسعار البترول الذي أدى الى زيادة الأعباء على الشركات الصناعية الأردنية (١) .

(١) سوق عمان المالي ، الأردن ، دليل الشركات المساهمة العامة الأردنية ، دائرة الدراسات والأبحاث ، عمان ، أعداد مختلفة.

## ٦- الموجودات الثابتة :

وهي الموجودات التي تفتنيها الشركات من أجل استخدامها على مدى عمرها الإنتاجي في النشاط التشغيلي للشركة وليس لأغراض إعادة بيعها بقصد الربح ، وتشمل الموجودات الثابتة الآلات والمعدات والتجهيزات والأراضي والمباني .

ارتفعت الموجودات الثابتة من ٣١٩ مليون دينار في عام ١٩٩٠ إلى ٤٦٤ مليون بمعدل نمو (٨%) في عام ١٩٩٦ ولكنها عادت للهبوط إلى ٤٤٨ مليون بمعدل نمو (-٣%) لعام ١٩٩٩ وقد استمرت في الانخفاض إلى ٤٤١ مليون دينار بمعدل نمو (-٦%) لعام ٢٠٠٣ إلى أنها عادت وارتفعت ٥٦٥ مليون دينار بمعدل نمو (٢٨%) في عام ٢٠٠٥ ، ويمكن ملاحظة اسباب الزيادة والنقصان في حجم الموجودات الثابتة ومعدلات نموها الى الأوضاع الاقتصادية السائدة والسياسية الغير مستقرة والمتمثلة بارتفاع معدلات التضخم وكذلك الكساد الاقتصادي السائد في الاردن ، وفقدان أسواق مهمة مثل سوق العراق وفلسطين كل هذه الاسباب ادت الى عدم استقرار الشركات الناعية في اتخاذ القرارات في زيادة حجم الموجودات او تخفيضها (١) ، إن الموجودات الثابتة وكل ما تمتلكه الشركات الصناعية تستخدم لمساعدة الشركات الصناعية في أعمالها من خلال توظيفاتها المختلفة في الأصول الملموسة ويكون عمر هذه الأصول أكثر من سنة.

## ٧- الموجودات الأخرى :

وتمثل الموجودات الأخرى مجموع الموجودات مطروحاً منها الموجودات الثابتة والموجودات المتداولة والنقد والاستثمارات والقروض والتسهيلات ، وبالتالي يبقى المصاريف المتنوعة والإيرادات المستحقة (٢) .

ارتفعت الموجودات الأخرى من ٣٣ مليون دينار بمعدل نمو (-٣%) في ١٩٩٠ إلى ٧٤ مليون دينار بمعدل نمو (٦١%) في عام ١٩٩٥ ثم عادت وانخفضت إلى ٧٢ مليون دينار بمعدل نمو (-٣%) في عام ١٩٩٦ واستمرت الموجودات الأخرى بالارتفاع والانخفاض وبمعدلات نمو (٥٦%) (-١٢%) خلال الأعوام ١٩٩٧ و ٢٠٠٣ على التوالي ، وهذا التذبذب في الارتفاع والانخفاض جاء نتيجة لزيادة التوظيفات للشركات الصناعية بأصول أخرى مثل الموجودات المتداولة والثابتة وبالتالي انخفضت الموجودات الأخرى حتى بلغت ١٣ مليون دينار

(١) محمد النصر ، "قطاع الصناعة : دراسة مقارنة بين الأردن وفلسطين وإسرائيل" ، أبحاث اليرموك ، سلسلة العلوم الإنسانية والاجتماعية ، المجلد ١١ ، العدد ٣ ، ١٩٩٥ ، ص١٧٨-١٧٩ .

(٢) سوق عمان المالي ، الأردن ، دليل الشركات المساهمة العامة الأردنية، دائرة الدراسات و الأبحاث ، عمان ، ص٢٥ .

وبمعدل نمو (-٨٠%) في عام ٢٠٠٥، وهذا يدل على أن الموجودات الأخرى التي تتكون من مصاريف التأسيس ومصاريف المقدمة والإيرادات المستحقة وغيرها لا تشكل جزءاً أساسياً من توظيفات الشركات الصناعية لمواردها.

#### ب- المطلوبات :

تمثل المطلوبات التزامات الشركات الصناعية الأردنية للغير ، وتتكون من المطلوبات المتداولة والمطلوبات الأخرى والقروض طويلة الأجل ومطلوبات للغير .

#### ١- المطلوبات المتداولة :

وهي الالتزامات المترتبة على الشركات والمستحقة الوفاء خلال فترة قصيرة لا تتعدى سنة حيث لها أثر كبير كمورد من الموارد الخارجية وبالتالي تعتبر من الموارد المهمة التي يمكن تشغيلها وتوظيفها (١) ، وبالنظر الى الجدول رقم (٢) والذي يشير الى حجم المطلوبات المتداولة ونموها لدى الشركات الصناعية الاردنية ( عينة الدراسة ) حيث ارتفعت المطلوبات المتداولة من ٢٨٨ مليون دينار بمعدل نمو (١٣%) في عام ١٩٩٠ إلى ٥٠٨ مليون دينار بمعدل نمو (١٨%) في عام ١٩٩٥ واستمر ارتفاع حجم المطلوبات المتداولة من ٥٣٧ مليون دينار بمعدل نمو (٦%) إلى ٥٥٠ مليون دينار بمعدل نمو (٢%) عام ١٩٩٧، وانخفضت حجم المطلوبات المتداولة عام ١٩٩٨ من ٥٠٥ مليون دينار بمعدل نمو (-٨%) إلى ٢٧٨ مليون دينار بمعدل نمو (-١١%) عام ٢٠٠٣، وارتفعت من ٣١٢ مليون دينار بمعدل نمو (١٢%) عام ٢٠٠٤ إلى ٤٠٠ مليون دينار بمعدل نمو (٢٨%) عام ٢٠٠٥.

إن الانخفاض في حجم المطلوبات المتداولة ومعدلات نموها في الأعوام من ١٩٩٨ و ٢٠٠٣ راجع الى الازدهار الاقتصادي و انخفاض معدلات التضخم وارتفاع حجم الصادرات الى الخارج كل هذه الاسباب تصبح الشركات الصناعية قادرة على تخفيض حجم المطلوبات المتداولة أو الالتزامات التي يجب أن تقوم بتسديدها .

#### ٢- المطلوبات الأخرى :

تمثل المطلوبات الأخرى التزامات على الشركات تجاه الغير ، مطروحاً منها المطلوبات المتداولة والقروض طويلة الأجل والودائع والاحتياطيات الفنية .

ارتفع حجم المطلوبات الأخرى من ٨ مليون دينار في عام ١٩٩١ إلى ١٣ مليون دينار بمعدل نمو (٤٤%) في ١٩٩٥ واستمر ارتفاع حجم المطلوبات الأخرى إلى ٥٧ مليون دينار بمعدل

(١) سوق عمان المالي ، الأردن ، دليل الشركات المساهمة العامة الأردنية ، مرجع سابق ، ص ٢٥ .

نمو (٢٣٥%) في عام ١٩٩٧ ، ويعود ارتفاع معدل النمو الى ما تعرضت له الشركات الصناعية من ظروف اقتصادية صعبة والمتمثلة بحصار خليج العقبة و حرب الخليج والذي أدى الى نمو حجم المطلوبات الاخرى كالتزام على الشركات الصناعية الاردنية في تلك الفترة (١) ، وانخفضت المطلوبات الأخرى من ٦١ مليون دينار بمعدل نمو (٧%) إلى ٥٧ مليون دينار بمعدل (-٣%) في عام ٢٠٠١ واستمر الانخفاض من ٦٥ مليون دينار بمعدل نمو (١٤%) في عام ٢٠٠٣ إلى ٥٨ مليون دينار بمعدل نمو (-٩%) عام ٢٠٠٥. إن أسباب الزيادة والنقصان في حجم المطلوبات الاخرى ومعدلات نموها الى الاوضاع الاقتصادية السائدة والسياسية الغير مستقرة والمتمثلة بارتفاع أو انخفاض معدلات التضخم وكذلك فترات الكساد الاقتصادي المختلفة في الأردن والمنطقة وكل هذه الأسباب أدت إلى عدم استقرار الشركات الصناعية في إتخاذ القرارات السليمة في السيطرة على حجم المطلوبات من حيث رفعها او تخفيضها .

٣- قروض طويلة الأجل :

تقوم الشركات الصناعية الأردنية بالاقتراض من البنوك التجارية وذلك لتمويل عملياتها التي لا تستطيع تمويلها بموارد الأموال الأخرى ، وهنا تعتبر هذه القروض التزامات على الشركات الصناعية المقترضة اتجاه البنوك واجبة السداد خلال فترة تزيد عن السنة وهي تعتبر مورد آخر من الموارد الشركات الصناعية ويشير الارتفاع في القروض طويلة الأجل إلى أن الشركات الصناعية تعتمد عليها كمصدر من مصادر التمويل الجيدة .

ويشير الجدول رقم (٢) إلى ارتفاع القروض طويلة الأجل من ١٣٥ مليون دينار في عام ١٩٩٠ إلى ١٨٨ مليون دينار بمعدل نمو (٢٥%) في عام ١٩٩٧ وانخفضت من ٢٠٣ مليون دينار بمعدل نمو (٨%) في عام ١٩٩٨ إلى ١١٦ مليون دينار بمعدل نمو (-٣٣%) في عام ٢٠٠٠ ، لكنها عادت وارتفعت من ١٢٢ مليون دينار بمعدل نمو (٥%) في عام ٢٠٠١ إلى ١٤١ مليون دينار بمعدل نمو (٧٨%) في عام ٢٠٠٥ .

ان أسباب التذبذب في حجم قروض طويلة الاجل ومعدلات نموها كما هو مبين في الجدول راجع الى رغبة الشركات الصناعية في رفع حجم قروض طويلة الاجل والاعتماد عليها في ظل الظروف الاقتصادية المزدهرة من حيث وجود أسواق جديدة للتصدير وارتفاع القدرة الشرائية كل هذه الاسباب تؤدي الى قيام الشركات الصناعية الى الحصول على القروض طويلة الأجل من أجل زيادة قدرتها الإنتاجية أو عملياتها التشغيلية والعكس صحيح في حالات الكساد الاقتصادي .

(١) البنك المركزي الأردني ، التقرير السنوي ، دائرة الأبحاث والدراسات ، أعداد مختلفة .

#### ٤- مطلوبات للغير :

ارتفعت مطلوبات للغير من ٤٤٣ مليون دينار بمعدل نمو (٢%) في عام ١٩٩٠ إلى ٥٧٢ مليون دينار بمعدل نمو (١٦%) في عام ١٩٩٣ ثم ارتفعت من ٥٨٢ مليون دينار بمعدل نمو (٢%) عام ١٩٩٤ إلى ٧٩٦ مليون دينار بمعدل نمو (١٣%) في عام ١٩٩٧ وانخفضت من ٧٧٠ مليون دينار بمعدل نمو (-٣%) في عام ١٩٩٨ إلى ٦١٠ مليون دينار بمعدل نمو (-٢١%) في عام ١٩٩٩.

نشير هنا أن الإرتفاع في المطلوبات للغير من عام ١٩٩٠-١٩٩٧ جاء نتيجة لاعتماد الشركات الصناعية على مطلوبات للغير كمورد حتى عام ١٩٩٩ حيث قامت الشركات الصناعية بالعمل للحصول على موارد أخرى بديلة أقل تكلفة وأكثر فائدة من مطلوبات للغير فاعتمدت على مطلوبات المتداولة والقروض طويلة الأجل كمورد قليل التكلفة وكثير الفائدة.

#### ج- حقوق المساهمين :

تمثل حقوق المساهمين رأس المال المدفوع مضافاً إليه علاوة الإصدار والإحتياطيات بأنواعها والأرباح المدورة مطروحاً منها خصم الإصدار والخسائر المدورة وأسهم الخزينة في الشركات الصناعية الأردنية<sup>(١)</sup>.

وبالنسبة للشركات الصناعية الأردنية (عينة الدراسة) فقد سجلت تزايداً مستمرا في رأس مالها وهذا ما يوضحه الجدول رقم (٢) إذ يعتبر رأس المال القوة الداعمة لاستقرار واستمرار الشركة بالإضافة إلى تعزيز مركزه المالي فكلما كان رأس المال كبير كلما زادت ثقة الدائنين والمساهمين والمستثمرين به لأنه يجنبهم التعرض للمخاطر والإفلاس .

وبالنظر إلى الجدول نجد بأن هناك علاقة إيجابية ما بين زيادة حقوق الملكية بالنسبة إلى الشركات الصناعية وبين تطورها والتوسع بأعمالها إذ انه كلما ازدادت نسبة نمو رأس المال للشركات الصناعية كلما أعطاه حافزا للتوسع في إنتاجها وقدرتها على تحمل مخاطر المنافسة في القطاع وكذلك السوق فهناك توسع في إجمالي حقوق الملكية للشركات الصناعية الأردنية عينة الدراسة حيث بلغت ٣٧٢ مليون دينار عام ١٩٩٠ و ٤٤٢ مليون دينار عام ٢٠٠٥.

ولذلك نجد بان لحقوق الملكية الأثر الكبير في تدعيم المركز المالي للشركات الصناعية وهذا ينعكس على ثقة الدائنين والمساهمين والمستثمرين بالشركات الصناعية ، مما يتيح للشركات الصناعية التوسع في عملياتها الصناعية.

(١) دليل الاستثمار في بورصة عمان ، دائرة الدراسات والأبحاث ، ٢٠٠٧.

الجدول رقم (٢)

هيكل المطلوبات وحقوق المساهمين للشركات الصناعية الأردنية للفترة ١٩٩٠-٢٠٠٥ (عينة الدراسة)

بالمليون دينار

السنة	المطلوبات المتداولة	نسبة النمو %	مطلوبات أخرى	نسبة النمو %	نسبة النمو %	قروض طويلة الأجل	نسبة النمو %	مطلوبات الغير	نسبة النمو %	حقوق المساهمين	نسبة النمو %
١٩٨٩	٢٥٤	٠	٢٨	٠	٠	١٥٤	-	٤٣٤	٠	٣٣٨	-
١٩٩٠	٢٨٨	١٣	٢١	٢٥-	٢٥-	١٣٥	١٢-	٤٤٣	٢	٣٧٢	١٠
١٩٩١	٣٠٢	٥	٨	٦٢-	٦٢-	١٤١	٤	٤٥٠	٢	٤٠٧	٩
١٩٩٢	٣٤٠	١٣	٦	٢٥-	٢٥-	١٤٨	٥	٤٩٤	١٠	٤١٥	٢
١٩٩٣	٤٢٤	٢٥	٩	٥٠	٥٠	١٣٩	٦-	٥٧٢	١٦	٤١٧	٠
١٩٩٤	٤٣١	٢	٩	٠	٠	١٤١	١	٥٨٢	٢	٤٦٤	١١
١٩٩٥	٥٠٨	١٨	١٣	٤٤	٤٤	١٤٩	٦	٦٧١	١٥	٤٨٢	٤
١٩٩٦	٥٣٧	٦	١٧	٣١	٣١	١٥٠	١	٧٠٤	٥	٤٩٧	٣
١٩٩٧	٥٥٠	٢	٥٧	٢٣٥	٢٣٥	١٨٨	٢٥	٧٩٦	١٣	٥١١	٣
١٩٩٨	٥٠٥	٨-	٦١	٧	٧	٢٠٣	٨	٧٧٠	٣-	٥٢٣	٢
١٩٩٩	٣٣٠	٣٥-	٧٤	٢١	٢١	١٧٣	١٥-	٦١٠	٢١-	٥١٧	١-
٢٠٠٠	٣٦١	٩	٥٩	٢٠-	٢٠-	١١٦	٣٣-	٠	١٠٠-	٣٨٣	٢٦-
٢٠٠١	٣٥٦	١-	٥٧	٣-	٣-	١٢٢	٥	٠	٠	٤٣٨	١٤
٢٠٠٢	٣١٤	١٢-	٥٧	٠	٠	١٣٤	١٠	٠	٠	٤٤١	١
٢٠٠٣	٢٧٨	١١-	٦٥	١٤	١٤	٦٧	٥٠-	٠	٠	٤٥٨	٤
٢٠٠٤	٣١٢	١٢	٦٤	٢-	٢-	٧٩	١٨	٠	٠	٤٣٧	٥-
٢٠٠٥	٤٠٠	٢٨	٥٨	٩-	٩-	١٤١	٧٨	٠	٠	٤٤٢	١

\* المصدر : سوق عمان المالي ، الأردن ، دليل الشركات المساهمة العامة الأردنية ، دائرة الدراسات

والأبحاث ، عمان ، أعداد مختلفة.

\* النسب احتسبت من قبل الباحث .

## المبحث الثاني

### مقاييس عوائد الأسهم

يمثل عائد السهم عائد فعلي يتحقق من عملية اقتناء وبيع الأسهم الذي يتكون من جزئين ، الأرباح الرأسمالية التي تمثل الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء للسهم ومن توزيعات الأرباح الناتجة من عملية تشغيل الأموال وتوظيفها وتكون على شكل نسبة مئوية غير ثابتة ، وبالنسبة لقياس عائد السهم هناك مقاييس لعوائد الأسهم وهذه المقاييس هي :

#### أ- العوائد الفعلية:

وهي العوائد التي يحققها المستثمر فعلياً من خلال استثماره (الاقتناء او التداول بيعاً وشراءً) لهذه الأداة الاستثمارية وقد تكون هذه العوائد إما عوائد إيرادية أو عوائد رأسمالية أو مزيجاً بينهما<sup>(١)</sup>. ويمكن قياس عوائد الأسهم الفعلية من خلال عدة مقاييس :

#### ١- نصيب السهم من الأرباح المتحققة **Earning per share** :

يعتبر هذا المقياس مهم لأنه يعطي مؤشراً على عوائد السهم بشكل عام وتوسعى الشركات جهودها لزيادته لأنه يلعب دوراً مهماً في تحديد سعر السهم حيث أنه أحد أهم العوامل التي يأخذها المستثمر بعين الاعتبار عندما يفكر في شراء السهم، ويمكن أن تقاس من خلال قسمة صافي الأرباح على عدد الأسهم العادية الموجودة ويمكن صياغتها من خلال المعادلة التالية<sup>(٢)</sup> :

$$\text{نصيب السهم من الأرباح المتحققة} = \frac{\text{صافي الإرباح}}{\text{عدد الأسهم العادية الموجودة}}$$

#### ٢- نصيب السهم من الأرباح الموزعة **Dividends per share** :

تقيس ما سيحصل عليه المستثمر من أرباح موزعة لكل سهم من أسهم محفظته وهو بذلك يمثل نسبة التدفقات النقدية التي يحصل عليها المستثمر من استثماراته ، وأن هذه النسبة ترتبط بالقيمة السوقية للأسهم وبالتالي بعوائدها السوقية المحققة ، وأحياناً ليس من الضروري أن يكون هناك تساوى بين نصيب السهم من الأرباح الموزعة و نصيب السهم من الأرباح المتحققة ، لأنه غالباً

(١) مها عيسى العبدلات، "أثر مخاطر الاستثمار والسيولة والحجم على عوائد الأسهم-دراسة تحليلية لأسهم الشركات المدرجة في سوق عمان المالية"، رسالة ماجستير منشورة،كلية الدراسات العليا الجامعة الأردنية، عمان، ١٩٩٥ ، ص٢٩ .

(٢) محمود الخلايلة ، "العلاقة بين الأرباح وعوائد الأسهم في الأجل الطويل"، دراسات العلوم الإدارية، المجلد ٢٦، العدد ٢، ١٩٩٩، ص ٣٦١.

ما تقوم الشركة بتوزيع جزء من الأرباح وقد تبقى الباقي على شكل احتياطات أو أرباح مدورة ولا توزعها وتتساوى النسبتين فقط إذا قامت الشركة بتوزيع جميع الأرباح المتحققة<sup>(١)</sup> ، وتقاس هذه النسبة من خلال المعادلة التالية:

$$\text{نصيب السهم من الأرباح الموزعة} = \frac{\text{الأرباح الموزعة}}{\text{عدد الأسهم العادية الموجودة}}$$

**٣- الربح الجاري للسهم Current yield:**

تقاس هذه النسبة من خلال قسمة نصيب السهم من الأرباح الموزعة على السعر السوقي للسهم، وهو مقياس مهم جدا في عملية تقييم السهم من وجهة نظر المستثمر حيث يقيس قدرة الدينار الواحد الذي سيدفعه المستثمر ثمناً للسهم ( إذا اراد شراءه) على توليد ربح<sup>(٢)</sup> ، وتقاس هذه النسبة من خلال المعادلة التالية:

$$\text{الربح الجاري للسهم} = \frac{\text{نصيب السهم من التوزيعات}}{\text{السعر السوقي للسهم}}$$

والعلاقة بين ربح السهم الجاري والقيمة السوقية له علاقة عكسية وهذا يعني أنه إذا زادت القيمة السوقية له نقص ربحه الجاري وفي العادة يتماشى ربح السهم الجاري مع معدلات الفائدة على السندات فإن ارتفعت معدلات الفائدة على السندات يُقبل المستثمرين على بيع الأسهم وشراء السندات فتتخفض القيمة السوقية للأسهم بسبب زيادة العرض ، فيرتفع الربح لأن نصيبه من الأرباح الموزعة يبقى ثابتاً خلال السنة<sup>(١)</sup> .

#### ٤- عائد فترات الاقتناء Holding period yield :

وهو يعتبر أكثر مقاييس عوائد الأسهم واقعية، لأنه يأخذ بنظر الاعتبار الأرباح الموزعة و الأرباح الرأسمالية والتي يحققها المستثمر من الفروقات السعرية الموجبة<sup>(٢)</sup> ، وتقاس بالمعادلة التالية :

(١) عبد الناصر نور، "العلاقة بين بعض المؤشرات المالية والعوائد غير العادية ، دراسة ميدانية على الشركات المدرجة في بورصة عمان"، أبحاث اليرموك، سلسلة العلوم الإنسانية والاجتماعية، المجلد ٢٠، العدد ٣، ٢٠٠٤، ص ١٧٨١-١٧٨٢.

(٢) نبيل الوغاني وطلّاح الديجاني وخالد السعد ، " العوائد الجارية للأسهم ومعدلات عائد الاستثمار في سوق الكويت للأوراق المالية"، مجلة جامعة الملك سعود ، المجلد ١٧، العدد ١، ٢٠٠٤، ص ٦٨ .

(١) مها العبدلات ، "أثر مخاطر الاستثمار والسيولة والحجم على عوائد الأسهم" ، مرجع سابق ، ص ٣٠ .

(٢) فايز حداد وخذون أبو العلا ، " العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة والعوائد غير العادية: دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة العامة الصناعية الأردنية"، دراسات العلوم الإدارية ، المجلد ٣١، العدد ١، ٢٠٠٤، ص ٤.



$$R_i = \frac{P_t - P_{t-1} + D_t}{P_{t-1}}$$

=Ri =عائد السهم =Pt =سعر السهم في الفترة t =Pt-1 =سعر السهم بالفترة t-1 =Dt =التوزيعات النقدية

ويتم قياس العائد الشهري للسهم بالمعادلة التالية (٣) :

$$R_i = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

ب-العوائد المتوقعة :

وهي القيمة المتوقعة للعوائد المحتملة الحدوث حيث تحسب من خلال ضرب كل عائد باحتمالية حدوثه (٤) .

$$E(R) = \sum ri * pi$$

ER: العائد المتوقع Ri: عائد الورقة المالية Pi: احتمال حدوث عائد الورقة المالية

(٣) فايز حداد، "استخدام النسب المالية لقياس المخاطرة النظامية للشركات: دراسة تطبيقية الشركات المساهمة العامة الصناعية والخدمية الأردنية"، دراسات العلوم الإدارية، المجلد ٣٠، العدد ٢، ٢٠٠٣، ص ٣١٨.

(٤) Frank Reilly and Keith brown, "investments analysis and portfolio management", sixth edition, Chicago, Dryden press, 2000, pp 10-11.

## الفصل الخامس

التحليل القياسي لأثر متغيرات الاقتصاد الكلي على عوائد

أسهم الشركات الصناعية الأردنية خلال الفترة

(١٩٩٠ - ٢٠٠٥)

## الفصل الخامس

### التحليل القياسي لأثر متغيرات الاقتصاد الكلي على عوائد

### أسهم الشركات الصناعية الأردنية خلال الفترة (١٩٩٠-٢٠٠٥)

#### المقدمة

يهدف هذا الفصل إلى تحليل النتائج الكمية لأثر متغيرات الاقتصاد الكلي على عوائد أسهم الشركات الصناعية الأردنية للفترة (١٩٩٠-٢٠٠٥) ، من أجل تقديم توصيات علمية تخدم الشركات الصناعية الأردنية بصفة خاصة والاقتصاد الأردني بصفة عامة ، وذلك باستخدام برنامج التحليل E-views والذي من خلاله سوف يتم استخدام النموذج القياسي المتمثل بمعادلة الانحدار المتعدد Multiple Regression .

وسيتم تقسيم الفصل إلى مبحثين ، حيث يتناول المبحث الأول الأسلوب الاحصائي المستخدم ويستعرض نتائج التحليل القياسي لأثر متغيرات الاقتصاد الكلي على عوائد أسهم الشركات الصناعية الأردنية خلال الفترة الممتدة من عام ١٩٩٠ إلى عام ٢٠٠٥ ، ويختتم المبحث الثاني النتائج والتوصيات .

## المبحث الأول : نتائج التحليل القياسي لأثر متغيرات الاقتصاد الكلي على عوائد أسهم الشركات الصناعية الأردنية خلال الفترة (١٩٩٠-٢٠٠٥)

لاختبار فرضيات الدراسة سيتم استخدام تحليل الانحدار المتعدد **Multiple Regression Analysis** ، للإجابة على تساؤلات مشكلة الدراسة وتحقيق أهداف هذه الدراسة ، وقد قام الباحث بدراسة العلاقة بين متغيرات الدراسة وذلك من خلال أخذ معدلات النمو للمتغيرات المستقلة وأخذ معدلات عوائد أسهم الشركات الصناعية الأردنية خلال الفترة (١٩٩٠-٢٠٠٥) .

ويتوقع الباحث أن تكون النتائج معبرة عن واقع الشركات الصناعية الأردنية وذلك نظراً لارتفاع عدد الشركات الصناعية عينة الدراسة ٢٧ شركة بما يشكل ٥٨,٧٠% من مجتمع الدراسة ( شركات القطاع الصناعي الأردني ) ، ومن المعلوم أن القطاع الصناعي الأردني يقسم إلى ثمانية قطاعات هي : قطاع الصناعات الاستخراجية ، قطاع الصناعات الكيماوية والبترولية ، قطاع الصناعات الإنشائية ، قطاع الصناعات الهندسية ، قطاع الصناعات التموينية والاستهلاكية ، قطاع الصناعات الدوائية ، قطاع الصناعات النسيجية والألبسة ، وقطاع صناعات الورق والتعبئة ، وتمتاز الدراسة الحالية بشمول عينة دراستها على شركات من كافة القطاعات سالفة الذكر مما يجعلها غير منحازة لأي قطاع ، وإن كان هنالك شركات كبيرة وصغيرة داخل عينة الدراسة .

وقام الباحث بتحليل النتائج الإحصائية للمتغيرات الاقتصادية ( المتغيرات المستقلة ) مجتمعة ، لمعرفة تأثيرها على عوائد أسهم الشركات الصناعية المدرجة أسهما في بورصة عمان للأوراق المالية ، وتبين من خلال النتائج وجود علاقة إحصائية معنوية عند مستوى ١% بين جميع المتغيرات المستقلة ( GDP , MS , NR , INF ) وبين عوائد أسهم الشركات الصناعية الأردنية ، كما يشير النموذج أن المتغيرات المستقلة المذكورة تفسر 91.75% من التغيرات في عوائد أسهم الشركات الصناعية ، ويبين الجدول رقم (٣) نتائج التقدير الإحصائية وعلى النحو التالي :

### جدول رقم (٣)

النتائج الإحصائية للعلاقة بين المتغيرات المستقلة (GDP , MS , NR , INF) وبين عوائد أسهم الشركات الصناعية المدرجة أسهما في بورصة عمان للأوراق المالية للفترة (١٩٩٠-٢٠٠٥)

المتغيرات الاقتصادية المستقلة	B	قيمة اختبار T	مستوى الدلالة الإحصائية (Signif T)
INF	-0.01911	-1.9346*	0.0891
NR	-0.01078	-4.8897***	0.0012
MS	0.00848	2.9853**	0.0175
GDP	0.01851	2.4066**	0.0427
(Constant)	-0.13618	-2.7362**	0.0256

المصدر : تم إعداد الجدول من قبل الباحث بالاعتماد على نتائج التحليل الإحصائي .

\* تدل النجمة على المعنوية بمستوى دلالة 10% ، والنجمتين على المعنوية بمستوى دلالة 5% ، والثلاث نجم على المعنوية بمستوى دلالة 1% .

\* تم وضع فترات إبطاء ( حذف آخر قراءات من بعض المتغيرات) وذلك للتخلص من مشكلة الارتباط المتعدد Multicollenearity .

١. أن هناك علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين معدل التضخم في الأردن وبين عوائد أسهم الشركات الصناعية الأردنية في بورصة عمان ، حيث أن ارتفاع معدل التضخم بنسبة 1% يؤدي إلى انخفاض عوائد الأسهم بنسبة 0.01911 ، وهذا يتفق مع النظرية الاقتصادية ، لأن زيادة معدلات التضخم تؤدي إلى زيادة كمية الأموال المخصصة لأغراض الانفاق الاستهلاكي ، وبالتالي انخفاض حجم الأموال المتبقية لأغراض الاستثمار في الأسهم ويقل الطلب عليها ، مما ينتج عنه انخفاض في عوائد أسهم الشركات الصناعية الأردنية ، مما يتفق مع الفرضية الأولى ، كما أنه يتفق مع دراسة (الزعبي)<sup>(١)</sup> و (ارشيد)<sup>(٢)</sup>

(١) بشير خليفة الزعبي ، " العلاقة السببية بين معدل التضخم والرقم القياسي لأسعار الأسهم في سوق عمان المالي " ، مؤتمراً للبحوث والدراسات ، المجلد التاسع عشر ، العدد الخامس ، ٢٠٠٤ .  
(٢) عبد المعطي ارشيد ، " محددات أسعار الأسهم في بورصة عمان " ، مجلة البصائر ، المجلد الثامن ، العدد الثاني ، جامعة البتراء ، ٢٠٠٤ .

٢. أن هناك علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين معدل سعر الفائدة وبين عوائد أسهم الشركات الصناعية الأردنية في بورصة عمان ، حيث أن ارتفاع سعر الفائدة بنسبة 1% يؤدي الى انخفاض عوائد الأسهم بنسبة 0.01078 ، وهذا يتفق مع النظرية الاقتصادية ، لأن زيادة أسعار الفائدة يترك أثراً سلبية على أسعار الأسهم وهذا يجعل الأفراد يخفضون طلبهم على الأسهم ويتجهون إلى الطلب على الودائع البنكية على حساب مخصصات الأسهم ، مما يؤدي الى انخفاض في عوائد أسهم الشركات الصناعية الأردنية ، وهذا يتفق مع الفرضية الثانية .

٣. أن هناك علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين معدل النمو في عرض النقدي وبين عوائد أسهم الشركات الصناعية في بورصة عمان ، حيث إرتفاع العرض النقدي بنسبة 1% يؤدي إلى ارتفاع عوائد الأسهم بنسبة 0.00848 ، وهذا يتفق مع النظرية الاقتصادية لأن زيادة العرض النقدي تؤدي الى ارتفاع زيادة حجم الاستثمار وسيتم تمويل جزء من هذا الاستثمار عن طريق طرح أدوات استثمارية جديدة ومنها الأسهم هذا من جهة ، ومن جهة أخرى فإن زيادة العرض النقدي تؤدي إلى انخفاض أسعار الفائدة مما يشجع على الاستثمار في الأسهم ، وبالتالي زيادة الطلب على الأسهم الأمر الذي ينتج عنه ارتفاع في عوائد أسهم الشركات الصناعية الأردنية ، وهذا يتفق مع الفرضية الثالثة .

٤. أن هناك علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين معدل النمو في الناتج المحلي الإجمالي وبين عوائد أسهم الشركات الصناعية في بورصة عمان ، حيث ارتفاع الناتج المحلي الإجمالي بنسبة 1% يؤدي إلى ارتفاع عوائد الأسهم بنسبة 0.01851 ، وهذا يتفق مع النظرية الاقتصادية ، حيث أن الزيادة غير المتوقعة في الناتج المحلي الإجمالي تزيد من التفاؤل بشأن المستقبل مما يزيد من حركة التعامل بالأسهم ، وبالتالي هذا يؤدي إلى ارتفاع في عوائد أسهم الشركات الصناعية الأردنية ، وهذا يتفق مع الفرضية الرابعة .

ويؤكد اختبار F سلامة هذه النتائج إذ بلغت 22232.76 بمستوى ثقة 99.98% ، أي أن التغيرات في عوائد أسهم الشركات الصناعية تفسر من خلال المتغيرات الاقتصادية بنسبة 99.98% ، كما أنه يتبين من اختبار DW بأن النموذج لا يعاني من مشاكل الارتباط الذاتي كما يتبين من خلال الجدول رقم (٤) .

#### جدول رقم (٤)

نتائج الاختبارات لعلاقة المتغيرات الاقتصادية (GDP , MS , NR , INF) بعوائد أسهم الشركات الصناعية الأردنية للفترة (١٩٩٠-٢٠٠٥)

اختبار ديبرين - واتسون DW	اختبار معامل التحديد R <sup>2</sup>	مستوى الدلالة الإحصائية (Signif F)	قيمة اختبار F
2.982	91.75%	0.000217	22232.76

المصدر : تم إعداد الجدول من قبل الباحث بالاعتماد على نتائج التحليل الإحصائي .

## المبحث الثاني: النتائج والتوصيات

### أولاً : النتائج

لقد هدفت هذه الدراسة إلى تحديد العلاقة ودرجة تأثير بعض متغيرات الاقتصاد الكلي على عوائد أسهم الشركات الصناعية الأردنية المدرجة أسهمها في بورصة عمان للأوراق المالية للفترة الممتدة من عام ١٩٩٠ ولغاية عام ٢٠٠٥ ، ومن خلال تحليل واختبار الفرضيات الخاصة بها ، تم التوصل إلى النتائج التالية :

١ . يوجد علاقة عكسية ذات دلالة احصائية بين معدل التضخم في الأردن (INF) وبين عوائد أسهم الشركات الصناعية في بورصة عمان للأوراق المالية وذلك لأن زيادة معدلات التضخم تؤدي إلى زيادة كمية الأموال المخصصة لأغراض الإنفاق الاستهلاكي ، وبالتالي انخفاض حجم الأموال المتبقية لأغراض الاستثمار في الأسهم ويقل الطلب عليها ، مما ينتج عنه انخفاض في عوائد أسهم الشركات الصناعية الأردنية .

٢ . يوجد علاقة عكسية ذات دلالة احصائية بين أسعار الفائدة (NR) وبين عوائد أسهم الشركات الصناعية في بورصة عمان للأوراق المالية ، حيث أن زيادة أسعار الفائدة يترك أثراً سلبية على أسعار الأسهم وهذا يجعل الأفراد يخفضون طلبهم على الأسهم ويتجهون إلى الطلب على الودائع البنكية على حساب مخصصات الأسهم ، مما يؤدي إلى انخفاض في عوائد أسهم الشركات الصناعية الأردنية .

٣ . يوجد علاقة طردية ذات دلالة احصائية بين العرض النقدي (MS) وبين عوائد أسهم الشركات الصناعية في بورصة عمان للأوراق المالية ، لأن زيادة العرض النقدي تؤدي إلى ارتفاع زيادة حجم الاستثمار وسيتم تمويل جزء من هذا الاستثمار عن طريق طرح أدوات استثمارية جديدة ومنها الأسهم هذا من جهة ، ومن جهة أخرى فإن زيادة العرض النقدي تؤدي إلى انخفاض أسعار الفائدة مما يشجع على الاستثمار في الأسهم ، وبالتالي زيادة الطلب على الأسهم الأمر الذي ينتج عنه ارتفاع في عوائد أسهم الشركات الصناعية الأردنية .



٤. يوجد علاقة طردية ذات دلالة احصائية بين معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي (GDP) وبين عوائد أسهم الشركات الصناعية في بورصة عمان للأوراق المالية ، حيث أن الزيادة غير المتوقعة في الناتج المحلي الإجمالي تزيد من التفاؤل بشأن المستقبل مما يزيد من حركة التعامل بالأسهم ، وبالتالي هذا يؤدي إلى ارتفاع في عوائد أسهم الشركات الصناعية الأردنية .

## ثانياً : التوصيات

بناءً على النتائج السابقة يوصي الباحث بما يلي :

أولاً : ضرورة قيام الحكومة والبنك المركزي الأردني إتباع سياسات نقدية ومالية مستقرة لتخفيض معدلات التضخم لأن ذلك يؤدي إلى زيادة الإقبال على شراء الأسهم وزيادة معدلات العوائد عليها .

ثانياً : ضرورة قيام المستثمرين أن يأخذوا بعين الاعتبار الناتج المحلي الإجمالي كأحد العوامل الاقتصادية الذي له تأثير كبير على السوق المالي ، حيث زيادته تؤدي إلى زيادة الطلب على الاستثمار الذي سيتم تمويل جزء كبير منه عن طريق السوق المالي (أسهم) ، مما يؤدي بدوره إلى ارتفاع في أسعار أسهم وبالتالي زيادة عوائد أسهم الشركات الصناعية .

ثالثاً : ضرورة قيام متخذي القرارات المتعلقة بالسياسة النقدية في البنك المركزي الأردني إتباع سياسات سليمة في ما يتعلق بزيادة العرض النقدي لأن ارتفاعه يترتب عليه ارتفاع في القيمة التي يبدي المستثمر استعداداه لأن يشتري بها الأسهم ، وبالتالي ارتفاع أسعارها الأمر الذي يؤدي إلى زيادة عوائد أسهم الشركات الصناعية .

رابعاً : ينبغي على البنك المركزي الأردني والبنوك التجارية إتباع سياسة متوازنة في أسعار الفائدة بهدف تحقيق الاستقرار في الطلب على أسعار الأسهم وعوائدها .

خامساً : لا بد من وجود نظام معلومات فعال يمكن المستثمرين من خلاله الاطلاع على المعلومات المتعلقة بالمتغيرات الاقتصادية حتى يتمكنوا من عكسها على عوائد أسهم الشركات الصناعية بشكل سريع .

## **ABSTRACT**

### **The Effect of Macroeconomic Variables on the Stock Returns of Jordanian Industrial Companies During the Period of (1990-2005)**

**Prepared By**

*Mohammad Ibrahim Mohammad Al Moghrabi*

**Supervisor**

*Dr. Hail Ajmi Al Janabi*

The present study sought to identify effect of macroeconomic variables (independent variables) on the stock returns of industrial companies listed in Amman Bourse for Securities (dependent variable) , during the period extended from 1990 to 2005. The study sample included 27 industrial companies representing all industrial sectors in Jordan about which adequate data is available and met conditions to be included in this study, the exception companies from the study was 19 companies , that excepted due to unavailable data and met conditions to be included in this study , and basis it after 1990 .

The study was depending on data issued by Amman Bourse for Securities (Jordanian Shareholding Companies guide , annual reports), in addition to monthly released statistical publications by the Central Bank of Jordan and Department of Statistics, and online data which were available during study period.

The researcher employed statistical methods to analyze results which included multiple regression, and Derben-Watson measure for testing the automatic-correlation, and coefficient of determination, tests of significance level (T) and (F), in addition to descriptive analysis, and the study was resulted to found an inverse statistical relationship between the stock returns of industrial companies in Amman Bourse for Securities as dependent variable and between following independent variables : inflation rate in the Jordan (INF) , Interest rate (NR) , Money supply (MS) , and gross domestic product (GDP) .

The study concluded with a number of recommendations major ones are:

**First :** The necessity for Government and Central Bank of Jordan both invited to adopt established monetary and financial policies which reduce inflation rates and thus increase desirability of stock purchases and increases their returns.

**Second :** The necessity for Investors should take into account gross domestic product (GDP) as one of economic factors greatly impacting a financial market; where the greater the GDP the greater the investment will be which is financed through Financial Market (stocks), which lead to raises in the stock prices and thus increasing in the stock returns of the industrial companies.

**Third :** Central Bank of Jordan and other commercial banks are invited to follow a balanced interest rates policy for purpose of stabilizing demand on stock prices and returns.

# قائمة المراجع

## قائمة المراجع باللغة العربية

### أولا : الكتب

١. أحمد زكريا صيام ، مبادئ الاستثمار ، دار المناهج للنشر والتوزيع ، الطبعة الأولى ، عمان ، ١٩٩٧ .
٢. أحمد النمري ، الاستثمار في الأردن فرص وآفاق ، الطبعة الأولى ، مركز دراسات الشرق الأوسط ، عمان ، ٢٠٠٢ .
٣. سيد عيسى ، أسواق وأسعار الصرف "النقد الأجنبي" ، المطبعة العالمية ، ١٩٨٤ .
٤. طاهر حيدر حردان ، مبادئ الاستثمار ، دار المستقبل للنشر والتوزيع ، عمان ، ١٩٩٧ .
٥. عبد الغفار حنفي ورسمية قريا قص ، الأسواق والمؤسسات المالية ، كلية التجارة ، جامعة الإسكندرية ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، ٢٠٠٤ .
٦. عبد النافع الزرري وغازي فرح ، الأسواق المالية ، دار وائل للنشر ، الطبعة الأولى ، عمان ، ٢٠٠١ .
٧. محمد صالح الحناوي جلال إبراهيم العبد ، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق ، كلية التجارة ، جامعة الإسكندرية ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، ٢٠٠٢ .
٨. منير إبراهيم هندي ، الأوراق المالية وأسواق رأس المال ، جامعة طنطا ، منشأة المعارف ، الإسكندرية ، ١٩٩٩ .
٩. هوشيار معروف ، الاستثمارات والأسواق المالية ، دار صفاء للنشر والتوزيع ، الطبعة الأولى ، جامعة البلقاء التطبيقية ، السلط ، ٢٠٠٣ .

### ثانيا : الدوريات

١. بشير الزعبي، " تأثير العوامل الاقتصادية الكلية على المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق عمان المالي " ، دراسات العلوم الإدارية ، المجلد ٢٧ ، العدد ٢ ، ٢٠٠٠ .
٢. بشير خليفة الزعبي ، " العلاقة السببية بين معدل التضخم والرقم القياسي لأسعار الأسهم في سوق عمان المالي " ، مؤتة للبحوث والدراسات ، المجلد ١٩ ، العدد ٥ ، ٢٠٠٤ .
٣. بهجت يونس وآخرون ، " أثر إصدارات الأسهم الجديدة على عوائد الأسهم في سوق عمان المالية " ، مجلة أبحاث اليرموك (سلسلة العلوم الإنسانية و الاجتماعية) ، مجلد ١٣، العدد ٤ ، ١٩٩٧ .

٤. صباح البدرى ورتاب الخوري ، " دراسة تحركات أسعار الأسهم في سوق عمان المالي باستخدام النماذج القياسية " ، دراسات العلوم الإدارية ، المجلد ٢٤ ، العدد ١ ، ١٩٩٧ .
٥. صباح محمد البدرى ، "الإنتاجية في الصناعة الأردنية" ، مؤتة للبحوث والدراسات ، المجلد ٦ ، العدد ٦ ، ١٩٩٥ .
٦. عبد المعطي ارشيد ، "محددات أسعار الأسهم في بورصة عمان " ، مجلة البصائر ، المجلد ٨ ، العدد ٢ ، ٢٠٠٤ .
٧. عبد الناصر نور ، "العلاقة بين بعض المؤشرات المالية والعوائد غير العادية ، دراسة ميدانية على الشركات المدرجة في بورصة عمان" ، أبحاث اليرموك ، سلسلة العلوم الإنسانية والاجتماعية ، المجلد ٢٠ ، العدد ٣ ، ٢٠٠٤ .
٨. فوزي الخطيب ، ومنذر الشرع ، "سوق عمان للأوراق المالية ومدى استجابته للمتغيرات الاقتصادية ، دراسة قياسية" ، مجلة أبحاث اليرموك ، المجلد ١٠ ، العدد ٣ ، ١٩٩٤ .
٩. فايز حداد وخلدون أبو العلا ، " العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة والعوائد غير العادية: دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة العامة الصناعية الأردنية" ، دراسات العلوم الإدارية ، المجلد ٣١ ، العدد ١ ، ٢٠٠٤ .
١٠. فايز حداد ، "استخدام النسب المالية لقياس المخاطرة النظامية للشركات: دراسة تطبيقية الشركات المساهمة العامة الصناعية والخدمية الأردنية" ، دراسات العلوم الإدارية ، المجلد ٣٠ ، العدد ٢ ، ٢٠٠٣ .
١١. محمود الخلايلة ، "العلاقة بين الأرباح وعوائد الأسهم في الأجل الطويل" ، دراسات العلوم الإدارية ، المجلد ٢٦ ، العدد ٢ ، ١٩٩٩ .
١٢. محمد سلامة ، "العلاقة بين تغير المستوى للأسعار وتغير أسعار الأسهم في الأردن" ، مجلة البلقاء ، المجلد ٥ ، العدد ١ ، ١٩٩٧ .
١٣. محمد النصر ، "قطاع الصناعة : دراسة مقارنة بين الأردن وفلسطين وإسرائيل" ، أبحاث اليرموك ، سلسلة العلوم الإنسانية والاجتماعية ، المجلد ١١ ، العدد ٣ ، ١٩٩٥ .
١٤. نبيل الوغاني وطلاع الديحاني وخالد السعد ، " العوائد الجارية للأسهم ومعدلات عائد الاستثمار في سوق الكويت للأوراق المالية" ، مجلة جامعة الملك سعود ، المجلد ١٧ ، العدد ١ ، ٢٠٠٤ .
١٥. هشام غرايبة ورتاب خوري ، " الأسواق المالية في الدول النامية ، تطوراتها وأهميتها" ، مجلة أبحاث اليرموك ، المجلد ١٠ ، العدد ٣ ، ١٩٩٤ .

### ثالثاً : الرسائل الجامعية :

١. أحمد علي محفوظ" تذبذب أسعار الأسهم : دراسة تطبيقية على أسهم الشركات المدرجة في سوق عمان المالية" ، رسالة ماجستير غير منشورة ، كلية الاقتصاد ، الجامعة الأردنية ، عمان ، ١٩٩٥ .
٢. أنس أحمد علي اللطيف ، " العوامل المفسرة للتذبذب في عوائد الأسهم المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية " ، رسالة ماجستير غير منشورة ، كلية إدارة المال و الأعمال، جامعة آل البيت، عمان، ٢٠٠٦ .
٣. فرح جبرائيل سابا ، "أثر الإعلان عن توزيعات الأسهم المجانية على كل من حجم التداول وعوائد الأسهم" ، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الدراسات العليا، الجامعة الأردنية، عمان ، ٢٠٠٢ .
٤. محمد عقلة عبد الرحمن الرواشدة، " السياسة النقدية غير المباشرة وأثرها على عوائد الأسهم" ، رسالة غير منشورة ، الدراسات العليا، الجامعة الأردنية ، عمان، ١٩٩٩ .
٥. محمود فلاح الرفاعي ، " أثر المتغيرات الاقتصادية على أسعار وحجم التداول في سوق عمان المالي" ، رسالة ماجستير غير منشورة ، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية ، جامعة آل البيت، عمان ، ١٩٩٩ .
٦. موسى شقيري ، " أثر الحجم على عوائد الأسهم( دراسة تطبيقية على بورصة عمان)" ، رسالة ماجستير منشورة ، كلية الدراسات العليا ، الجامعة الأردنية ، عمان ، ٢٠٠١ .
٧. مها عيسى العبدلات ، "أثر مخاطر الاستثمار والسيولة والحجم على عوائد الأسهم- دراسة تحليلية لأسهم الشركات المدرجة في سوق عمان المالية" ، رسالة ماجستير منشورة ، كلية الدراسات العليا الجامعة الأردنية، عمان، ١٩٩٥ .

### رابعاً : المصادر الحكومية والرسمية

١. البنك المركزي الأردني ، التقرير السنوي ، دائرة الأبحاث والدراسات ، أعداد مختلفة (١٩٩٠-٢٠٠٥) .
٢. البنك المركزي الأردني ، النشرة الإحصائية الشهرية ، أعداد مختلفة .
٣. بورصة عمان للأوراق المالية ، الأردن ، التقرير السنوي الأول ، ١٩٩٩ .
٤. بورصة عمان ، الأردن ، دليل الشركات المساهمة العامة الأردنية ، دائرة الدراسات و الأبحاث ، أعداد مختلفة (١٩٩٠-٢٠٠٥) .



٥. دليل الاستثمار في بورصة عمان ، دائرة الدراسات والأبحاث ، ٢٠٠٧.
٦. دائرة الإحصاءات العامة ، الكتاب الإحصائي السنوي ، ٢٠٠٥.
٧. صبري الخطيب، تقرير حول أداء بورصة عمان ، غرفة تجارة عمان ، إدارة الدراسات والتدريب ، ٢٠٠٦ .
٨. صندوق النقد العربي ، قاعدة بيانات الأسواق المالية العربية ، الأسواق المالية العربية المشاركة في القاعدة نشأتها وتطورها ، عدد خاص ، ١٩٩٧ .

## خامسا : الإنترنت

[www.Amman.exchangestock,18.8.06,T.8.30.com](http://www.Amman.exchangestock,18.8.06,T.8.30.com)

<http://www.css->

[jordan.org/arabic/economic/workshopA/jorec96/INDUSTRY.1:3:07.9:00.com](http://jordan.org/arabic/economic/workshopA/jorec96/INDUSTRY.1:3:07.9:00.com)

## قائمة المراجع باللغة الإنجليزية

### First : Books

1. Charles p. Jones, Investment Analysis and Management, fifth Edition, John Wiley and Sons, Inc. , New York, 1996 .
2. Fischer Donald and Ronald, Security Analysis and portfolio Management, sixth Ed, prentice Hall , New Delhi ,1999 .
3. Reilly Frank and brown Keith ," investments analysis and portfolio management ", sixth edition , Chicago ,Dryden press,2000.
- 4.Geoffrey A . Hirt and Stanley B. Block , Fundamentals of Investment Management , fourth Ed., IRWIN, Homewood , 1993.
5. Hubbard, Glean , Money and Financial system and the economy, Addison-Wesley Publishing Company ,California , 1998.
6. V.k. Bhalla , Investment management ( security Analysis and portfolio Management), fifth Ed. , S. Chand and Company LTD ,New Delhi ,1997.

### Second :Articles

1. Charest. G, "Dividend Information, stock Return and market efficiency", Journal Of financial Economics, Vol. 6, 1978.
2. Al- Bassam Khalid and Al- Juhani Eid, "The Impact of Some Major Economic Variables on the Saudi Stock Market Index: An Empirical Study", Journal of Horizon Economic, Vol. 18, No. 70, 1997.
3. Aspren Mads, "stock prices, Asset port folios and Macroeconomic variables in Ten European Countries", Journal of Banking and Finance, Vol. 13, No.4, 1989.
4. civelek Mehmet and El- khouri ritab,"stock price volatility and macroeconomic variables: evidence from Amman stock exchange", Abhath Al- yarmouk, vol. 7, No.3,1991 .

5. El-Erian Mohamed and Kumar Manmohans, " Emerging Equity Markets in Middle Eastern Countries", International Monetary Fund. IMF Staff Papers, vol. 42, No 2, 1995.
6. Bulmash Samuel And Trivoli George,"Time-Lagged Interaction Between Stock prices and Selected Economic Variables ", Journal of portfolio Management, Vol.18, No. 4, 1991.
7. Wasserfallen Walter, "Macroeconomics News and the Stock Market", Journal of Banking and finance, vol. 13, No. 4, 1989.

# قائمة الملاحق

ملحق رقم (١)  
عينة الدراسة

اسم الشركة	سنة التأسيس
الشركة العربية لتصنيع وتجارة الورق	١٩٧٨
شركة الألبان الأردنية	١٩٦٨
الشركة العامة للتعدين	١٩٧٣
الشركة العربية لصناعة الألمنيوم / آرال	١٩٧٦
الشركة الصناعية التجارية الزراعية / الانتاج	١٩٦١
شركة مصانع المنظفات الكيماوية العربية	١٩٧٤
الشركة الوطنية لصناعة الصلب	١٩٧٩
شركة دار الدواء للتنمية والاستثمار	١٩٧٥
شركة الصناعات البتروكيماوية الوسيطة	١٩٨٠
شركة مصانع الأجواخ الأردنية	١٩٦٢
شركة مصانع الخزف الأردنية	١٩٦٦
شركة مصانع الورق والكرتون الأردنية	١٩٧٣
شركة مناجم الفوسفات الأردنية	١٩٥٣
الشركة الأردنية لصناعة الأنابيب	١٩٧٣
شركة الدباغة الأردنية	١٩٥٧
شركة المركز العربي للصناعات الدوائية والكيماوية	١٩٨٣
شركة الصناعات الكيماوية الأردنية	١٩٨٠
الشركة العالمية للصناعات الكيماوية	١٩٨١
شركة الاستثمارات العامة	١٩٥٥
شركة الصناعات الصوفية	١٩٦٤
شركة الصناعات والكبريت / جيمكو	١٩٨٢
الشركة الأردنية للصناعات الخشبية / جوايكو	١٩٨٢
الشركة الوطنية لصناعة الكوابل وأسلاك الكهربائية	١٩٨٣
شركة السلفوكيماويات الأردنية	١٩٨٣
شركة مصانع الإسمنت الأردنية	١٩٥١
الشركة الأردنية لصناعات الصوف الصخري	١٩٨١
شركة مصفاة البترول الأردنية	١٩٥٦

ملحق رقم (٢)  
المتغيرات الاقتصادية خلال الفترة (١٩٩٠-٢٠٠٥)

السنة	الناتج المحلي الاجمالي بمعدل السوق GDP	العرض النقدي MS	أسعار الفائدة على الودائع NR	معدل التضخم INF
1990	2760.9	1432.8	8.23	16.2
1991	2958	1600.4	7.82	8.2
1992	3610.6	1716.1	6.95	4
1993	3884.3	1730.1	6.87	3.2
1994	4358.3	1746.2	7.33	3.6
1995	4714.6	1745.6	7.97	2.2
1996	4912.2	1539.2	8.85	6.6
1997	5137.5	1642.4	8.91	3
1998	5609.8	1613.9	8.33	3.1
1999	5778.1	1777.1	7.89	0.6
2000	5998.6	2026.7	6.55	0.7
2001	6363.8	2119.7	5.19	1.8
2002	6794	2316.2	3.97	1.8
2003	7228.7	2919.8	2.75	1.6
2004	8081.3	3192.9	2.49	3.4
2005	9012.2	4061.3	3.52	3.5

المصدر: البنك المركزي الأردني، القشرة الإحصائية الشهرية، أعداد مختلفة (١٩٩٠-٢٠٠٥).  
دائرة الإحصاءات العامة، الكتاب الإحصائي السنوي، ٢٠٠٥.

ملحق رقم (٣)  
البيانات المستخدمة في التقدير (البيانات الاقتصادية)

السنة	معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي بسر السوق GDP %	معدل نمو العرض النقدي % MS	معدل نمو أسعار الفائدة على الودائع NR %	معدل التضخم INF %
1990	13.8	8	9.73	16.2
1991	7.1	11.7	-4.98	8.2
1992	22.1	7.22	-11.13	4
1993	7.6	0.8	-1.15	3.2
1994	12.2	0.9	6.7	3.6
1995	8.2	-0.03	8.73	2.2
1996	4.2	-11.8	11.04	6.6
1997	4.6	6.7	0.68	3
1998	9.2	-1.7	-6.51	3.1
1999	3	10.11	-5.28	0.6
2000	3.8	14	-16.98	0.7
2001	6.1	4.6	-20.76	1.8
2002	6.8	9.3	-23.51	1.8
2003	6.4	26.1	-30.73	1.6
2004	11.8	9.4	-9.45	3.4
2005	11.5	27.2	41.37	3.5

المصدر : تم احتساب البيانات من قبل الباحث بالاعتماد على الملحق (١) .  
\* جميع البيانات محسوبة بدرجة التقدير

ملحق رقم (٤) : القيمة السوقية (سعر الإغلاق) لأسهم الشركات الصناعية الأردنية للفترة (٢٠٠٥-١٩٩٠) (القيمة بالدينار)

اسم الشركة	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
العربية لتصنيع وخمارة الورق	1.3	2.2	1.5	1.4	1.1	0.8	0.8	0.8	0.8	0.6	0.4	0.5	0.4	0.4	0.3	1.2
الأيان الأردنية العامة للتحنين	1.9	2.6	3.2	2.5	2.2	2.8	2.2	2.9	3.1	2.7	2.9	3.2	4.0	3.6	3.8	3.8
العربية لصناعة الألبانوم	2.7	4.9	11.8	10.0	6.9	5.5	3.9	2.7	2.0	1.6	1.4	1.7	1.7	1.7	2.0	2.0
الصناعة الحجازية الزراعية	2.7	5.3	6.4	7.6	4.6	3.5	2.7	1.4	1.3	0.7	1.1	1.1	0.8	1.0	1.1	1.1
مصنع المنظفات الكيماوية العربية	7.7	15.0	24.0	20.0	16.6	12.6	8.4	7.0	8.5	7.9	8.4	9.5	12.0	13.0	14.0	16.5
الوطنية لصناعة الصلب	2.2	3.1	6.0	5.0	4.2	1.7	1.2	0.7	0.6	0.6	0.7	1.3	1.4	1.9	2.5	1.6
دار الهواء للتنمية والاستثمار	4.7	5.2	11.0	15.4	16.2	7.8	5.0	5.7	5.1	2.6	2.1	3.6	5.6	6.3	6.4	6.4
الصناعات البترولية والكيماوية المحيطة	2.3	3.5	3.9	3.5	2.8	1.7	1.0	0.4	0.3	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
مصنع الأجران الأردنية	4.1	6.0	11.0	10.6	7.7	7.9	7.2	7.0	6.7	6.5	5.2	5.2	4.8	7.3	12.2	14.3
مصنع الخزف الأردنية	2.9	3.8	6.3	7.1	6.3	6.3	4.4	1.1	1.1	1.2	1.3	1.3	1.6	2.5	2.2	1.5
مصنع الورق والفلون الأردنية	4.2	4.8	4.4	4.3	4.2	3.9	3.1	2.8	1.9	1.6	0.7	0.8	1.3	1.5	2.6	3.0
مناجم العوصات الأردنية	3.6	3.9	4.5	3.4	3.0	3.5	3.6	3.7	1.5	1.1	1.5	1.4	1.4	2.5	3.2	4.3
الأردنية لصناعة الأنابيب	2.0	2.8	3.4	2.7	2.4	1.7	1.3	1.1	1.1	0.7	0.7	0.9	1.2	2.4	4.3	2.1
الديانة الأردنية	2.5	3.1	6.5	7.6	7.2	7.0	7.0	6.0	5.3	3.8	2.6	3.5	3.5	3.6	2.9	2.9
المركز العربي للصناعات النسيجية والكيماوية	1.4	1.9	4.3	3.4	2.8	1.3	1.2	1.2	1.2	1.2	1.0	1.4	2.4	3.2	2.7	2.8
الصناعات الكيماوية الأردنية	2.2	4.3	6.1	6.0	5.4	4.8	5.8	4.8	6.0	5.4	5.4	2.9	2.6	4.1	4.0	4.7
العالمية للصناعات الكيماوية	6.0	11.5	14.0	7.0	4.2	3.6	2.9	1.8	1.2	1.6	1.4	1.5	1.4	1.7	2.1	2.3
الاستثمارات العامة	1.7	1.5	1.5	3.7	3.3	2.6	3.3	2.6	3.2	2.9	2.2	1.9	1.8	2.2	4.0	5.7
الصناعات الصوفية	1.2	1.4	2.8	1.8	1.4	1.2	1.3	1.3	1.3	1.0	0.8	0.6	0.6	0.6	1.4	1.7
الصناعات والتربيت ليجيبي	1.0	1.3	1.3	1.1	0.8	0.5	0.3	0.2	0.1	0.8	0.6	0.9	0.9	1.4	1.3	1.0
الأردنية للصناعات النسيجية /جوايبي	2.3	2.9	3.8	6.2	5.6	5.1	5.5	5.5	4.3	3.2	3.0	2.0	2.1	2.1	2.8	5.4
الوطنية لصناعة الكوابل والأسلاك الكهربائية	4.8	6.0	7.8	7.9	5.1	4.0	2.8	1.2	0.7	0.5	0.4	0.6	0.4	1.3	2.9	2.4
المطويات الأردنية	2.1	2.7	5.0	3.5	2.0	1.3	0.9	0.6	0.4	0.5	0.5	0.1	0.1	0.4	0.3	1.0
مصنع الإسمنت الأردنية	1.0	1.1	1.7	2.9	2.9	3.7	2.9	3.0	3.1	3.3	2.9	2.9	3.1	5.4	12.3	11.2
الأردنية لصناعات الصوف المصري	1.9	1.9	2.8	2.2	1.5	0.9	0.6	0.3	0.3	0.4	0.3	0.3	0.5	2.0	1.9	3.1
مصنعة الطرول الأردنية	7.5	8.7	9.4	9.9	10.3	9.6	10.4	10.6	11.4	11.4	12.9	12.7	12.7	5.4	5.5	5.5

المصدر : ١- بورصة عمان للأوراق المالية ، الأردن ، دليل الشركات المساهمة العامة الأردنية ، أعداد مطبوعة (١٩٩٠-٢٠٠٥).  
٢- بورصة عمان للأوراق المالية ، الأردن ، التقرير السنوي الأول ، ١٩٩٩.



ملحق رقم (٥) : عوائد أسهم الشركات الصناعية الأردنية للفترة (١٩٩٠-٢٠٠٥)

اسم الشركة	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
العربية لتصنيع وخطرة الورق	-0.54	3.32	0.63	-0.30	-0.04	0.11	-0.22	-0.29	-0.01	0.01	-0.24	-0.28	0.09	-0.08	-0.41	3.77
الابلق الأردنية	-0.17	0.50	0.40	0.27	-0.19	0.10	-0.04	0.40	0.10	0.15	-0.09	0.15	0.20	0.34	-0.05	0.06
العمارة للتحنين	0.23	0.07	0.14	0.24	0.16	0.07	-0.05	-0.18	-0.17	0.05	-0.09	0.59	0.50	1.07	0.00	0.60
العربية لصناعة الأمتنوم	0.07	1.49	-0.11	-0.28	-0.15	-0.25	-0.24	-0.17	-0.12	-0.06	0.29	-0.06	0.08	0.05	0.02	0.24
الصناعية التجارية الزراعية	-0.01	0.97	0.23	0.22	-0.39	-0.23	-0.23	-0.48	-0.09	-0.47	0.60	0.01	-0.26	0.23	0.20	-0.05
مصنع المنظفات الكيماوية العربية	0.30	1.08	0.67	-0.14	-0.14	-0.22	-0.31	0.07	-0.09	0.23	0.17	0.22	0.34	0.15	0.10	0.24
الوطنية لصناعة الصلب	-0.18	0.57	1.02	-0.12	-0.15	-0.59	-0.31	-0.41	-0.29	0.20	0.13	0.13	0.50	0.34	0.34	-0.37
دار الهواء للتنمية والاستثمار	0.22	1.16	0.44	0.09	0.44	-0.61	-0.33	0.22	-0.05	-0.45	-0.11	0.84	0.80	0.01	0.20	0.05
الصناعات البتروليوكيماوية الوسيطة	-0.10	0.18	0.59	-0.19	-0.10	-0.39	-0.40	-0.82	-0.18	-0.50	-0.13	0.00	0.43	0.00	0.00	0.00
مصنع الأجران الأردنية	-0.20	0.52	0.87	-0.01	-0.25	0.06	-0.07	0.01	0.01	0.003	0	-0.17	0.06	-0.04	0.72	0.20
مصنع الخزف الأردنية	-0.08	0.39	0.69	-0.07	0.03	-0.02	0.03	-0.22	-0.73	0.18	0.19	0.18	0.29	0.80	-0.08	-0.34
مصنع الورق والتورن الأردنية	-0.40	0.19	-0.07	-0.02	-0.05	0.01	-0.20	-0.10	-0.32	-0.18	-0.54	0.13	0.73	0.16	0.76	0.20
مناجم المعونات الأردنية	-0.18	0.13	0.18	-0.12	-0.24	0.19	0.01	0.06	-0.59	0.83	-0.59	0.33	-0.06	0.73	0.30	0.33
الأردنية لصناعة الأتابيب	-0.37	0.46	0.24	-0.21	0.15	-0.07	-0.28	-0.16	-0.16	-0.27	-0.16	0.05	0.38	0.38	1.12	-0.51
الديانة الأردنية	0.22	1.15	0.30	-0.03	0.19	0.02	0.04	-0.09	-0.06	-0.23	-0.25	0.52	0.01	0.04	0.26	-0.12
المركز العربي للصناعات الحوائية والكيماوية	-0.41	1.32	0.40	-0.19	-0.15	-0.35	-0.23	-0.09	0.11	0.02	-0.07	0.47	0.80	0.32	-0.11	0.05
الصناعات الكيماوية الأردنية	-0.29	1.08	0.46	-0.02	-0.06	-0.01	-0.03	0.28	0.07	-0.05	0.02	-0.40	-0.02	0.67	0.06	0.22
العالمية للصناعات الكيماوية	0.30	1.08	0.30	-0.46	-0.38	-0.14	-0.37	-0.35	-0.35	0.52	-0.07	0.14	-0.02	0.32	0.27	0.15
الاستثمارات العامة	0.03	-0.08	1.11	-0.07	1.50	-0.07	-0.17	0.31	-0.17	-0.05	0.28	-0.19	-0.15	-0.01	0.29	0.46
الصناعات الوسيطة	-0.27	1.12	0.22	-0.17	-0.20	-0.20	-0.08	0.13	-0.02	-0.19	-0.21	-0.30	-0.41	0.70	1.48	0.22
الصناعات والتعدين ليمكو	-0.49	0.35	0.14	-0.28	-0.24	-0.43	-0.30	-0.48	-0.18	4.43	-0.16	0.38	-0.02	0.80	-0.07	-0.20
الأردنية للصناعات الخشبية لجوايلي	-0.34	0.33	0.38	0.06	-0.06	0.09	-0.07	0.00	-0.23	-0.25	-0.08	-0.56	-0.08	0.60	0.09	0.06
الوطنية لصناعة الكوابل والأسلاك الكهربائية	0.01	0.34	0.33	0.04	-0.32	-0.32	-0.31	-0.55	-0.47	-0.30	-0.47	0.11	-0.29	0.75	1.32	-0.15
السلفوكيماويات الأردنية	-0.19	0.88	0.38	-0.44	-0.30	-0.33	-0.33	-0.37	-0.32	0.28	-0.04	-0.70	-0.29	2.70	-0.22	2.62
مصنع الإسمنت الأردنية	-0.08	0.20	0.62	0.75	0.03	0.31	-0.04	-0.09	0.06	0.10	-0.08	0.04	0.13	0.79	1.40	0.04
الأردنية لصناعات الصوف الصفري	-0.40	-0.03	0.50	-0.21	-0.31	-0.26	-0.23	-0.29	-0.54	0.29	-0.22	-0.11	1.08	2.85	-0.05	0.83
مصفاة البترول الأردنية	-0.07	0.17	0.10	-0.04	0.06	0.12	-0.04	0.11	-0.06	0.03	0.01	0.17	-0.01	-0.69	0.47	0.05
المتوسط	-0.12	0.54	0.56	0.08	-0.15	-0.12	-0.15	-0.15	-0.16	0.16	-0.08	0.12	0.23	0.56	0.33	0.35

المصدر: تم احتساب البيانات من قبل الباحث بالاعتماد على البيانات الواردة في الملحق رقم (٤) وبناء على المعادلة التالية:  
(سعر إغلاق سهم السنة الحالية - سعر إغلاق سهم السنة السابقة) / التوزيعات / سعر إغلاق سهم السنة السابقة.